Die persönlichen Faktoren

der

Börsenpreisbildung.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

einer Hohen rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Großherzoglich Badischen Albert-Ludwigs-Universität zu Freiburg i. Br.

ACAD. LANDWIRT. BIBL.

vorgelegt von

Wilhelm Prion

aus Haspe i. Westf.

1910.

Dekan: Herr Professor Dr. Alfr. Schultze.
Referent: Herr Professor Dr. G. von Schulze-Gävernitz.

Mit Genehmigung der Hohen rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät ist der Abdruck der Arbeit:

„Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, insbesondere auf dem Industrieaktienmarkte der Berliner Börse“

in Dissertationsform auf den ersten Teil derselben: „Die persönlichen Faktoren der Börsenpreisbildung“ beschränkt worden.

Die ganze Arbeit erscheint im Verlage von Duncker & Humblot in Leipzig.

Inhaltsübersicht.

Seite

Vorwort.

A. Die innere Verfassung der Börse 1

I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung 2

1. Die Spekulation. 2

a) die berufsmäßige Spekulation 4

1. die große Spekulation 4

2. die kleine Spekulation 14

b) die nicht berufsmäßige Spekulation 23

1. die Industriellen (sog. „Eingeweihte“) 24

2. die Bankangestellten 29

3. das sog. große Publikum 32

2. Das Kapitalistenpublikum 36

3. Die Banken und Bankers am Börsenplatz 39

a) Ausgabe von Aktien — erster Kurs. 40

b) Handel mit Aktien — Kursregulierung 52

c) Bereitstellen von Mitteln zur Spekulation 61

1. Terminhandel — Prolongationsgeschäft 64

2. Kassageschäft — Börsenlombard 69

Kassageschäft — Kontokorrentverkehr 70

II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung . . 76

1. Im Termingeschäft 76

a) die Engagementsverhältnisse 76

1. im allgemeinen. 76

2. ihre Verteilung auf die Spekulationsgruppen. 77

3. Prämiengeschäfte. 90

b) die Kapitalkraft der Spekulanten 95

2. Im Kassageschäft 101

a) die Marktbildung 102

b) das Kassafixen 105

III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung . . . 106

1. Der Wert der Aktien im allgemeinen 106

2. Der Einfluß des Geld- und Kapitalmarktes auf die Preisbildung in Aktien 110

a) Privatdiskontsatz 111

b) Bankdiskontsatz 112

c) Prolongation. 112

3. Die eigentlichen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkt: die Lage und Entwicklung der Industrie 116
a) das „Eskomptieren“ durch den Terminhandel 118
1. Aufschwung 118
2. Krise und Niedergang 122
b) neuere Entwicklungstendenzen 125

B. Der tatsächliche Verlauf der Preisbildung 129
I. Darstellung des Verlaufes der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkte der Berliner Börse 129
1. Aufschwung: Jahre 1888 bis 1889 130
2. Krise: Jahr 1890, Stockung Jahre 1890 bis 1894 137
3. Aufschwung und Krise: Jahr 1895 143
II. Kritik der Preisbildung an Hand von graphischen Darstellungen 147
1. Die Preisbildung in der Zeit vor dem Börsengesetze von 1896 150
2. Die Preisbildung unter dem Börsengesetze von 1896 158
a) Jahre 1897 bis 1902 161
b) Jahre 1903 bis 1907 170
III. Kritische Vergleichung der hauptsächlichsten bisherigen Äußerungen über die Preisbildung in der Literatur . . . 171
1. vor dem Jahre 1900
Munck, Struck, Börsen-Enquete, Cohn, Gschwindt, Bachmann 172
2. nach dem Jahre 1900
Finanzpresse, Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, Desenberg, Wermert, Meyer, von Zedlitz und Neukirch, v. Kardorff, Rießer, „Praktiker“ 182

C. Schlufsbetrachtung und Reformen 197

A.

Die innere Verfassung der Börse.

Das Zustandekommen der im freien Marktverkehr gebildeten Preise vollzieht sich allenthalben unter der Beteiligung ebenso zahlreicher wie verschiedenartig gestalteter Kräfte. Sie mit ihren feinen Verästelungen zu erfassen, ihr jeweiliges Verhalten und die von ihnen ausgehenden Wirkungen klar zu legen, ist eine Hauptaufgabe jeder praktischen Preisuntersuchung. Die damit verknüpften Schwierigkeiten werden aber gerade bei der Börsenpreisbildung besonders fühlbar, weil der heutige Börsenverkehr mit seinen vielfachen nationalen und internationalen Ausstrahlungen, der überragenden Bedeutung der hier gehandelten Waren und dem großen Kreise seiner Interessenten die Marktverhältnisse ungemein kompliziert. Dieser Schwierigkeiten Herr zu werden, ist in der nachfolgenden Arbeit in der Weise versucht worden, daß die an der Preisbildung beteiligten Faktoren in drei Gruppen abgesondert worden sind, die trotz aller gegenseitigen Bedingtheit und Beeinflussung jede für sich einen Kreis selbständiger Fragen umschließen. Es sind dies

1. die persönlichen Faktoren, d. h. alle an der Preisbildung beteiligten Personen mit den besonderen Beweggründen ihres Handelns,
2. die börsentechnischen Faktoren, d. h. die, die in der jeweiligen Situation der Börse, in den Engagementsverhältnissen begründet sind, und
3. die wirtschaftlichen Faktoren, d. h. die, die im letzten Grunde den Wert der Papiere, der in der Preisbildung seinen sichtbaren Ausdruck findet, bestimmen.

Mit Hilfe dieser Abgrenzung wird es möglich sein, in alle Winkel des Preisbildungsgetriebes an der Börse hineinzuleuchten und volle Klarheit über manche strittige Punkte zu verbreiten.

I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung.

Es ist vielfach üblich, die am Börsenverkehr beteiligten Personen in Börsenbesucher und Publikum, die ersteren wieder in Händler, Spekulanten und Makler, und das letztere in berufsmäßige Spekulanten und Privatpublikum — wobei natürlich die Grenzen als flüssige zu denken sind — zu scheiden[1]. Diese Einteilung, die sich auf die örtliche Verschiedenheit und auf den dem Handeln zugrundeliegenden Zweck gründet, ist eine zu äußerliche, als daß sie hier verwendet werden könnte; sie berücksichtigt nicht die Qualität der Personen, ihre für die Preisbildung ausschlaggebende Marktkenntnis und Kaufkraft. Mit Rücksicht hierauf lassen sich besser aus dem buntgewürfelten Kreise der am Börsengeschäft Beteiligten in großen Zügen folgende Gruppen abstecken:

1. die Großbanken und -bankers, als die Herausgeber der Wertpapiere,
2. die Kapitalisten, die die Wertpapiere zu Anlagezwecken kaufen und
3. die Spekulation, die, zwischen beiden stehend, durch An- und Verkauf nach der einen oder anderen Seite Gewinn ziehen will.

Aus Gründen der historischen Entwicklung ist mit der Darstellung der Spekulation zu beginnen.

1. Die Spekulation.

Die zeitliche Verschiedenheit sowohl in der Menge des zur Anlage bestimmten Kapitals und der neu an den Markt kommenden Wertpapiere, wie in der Größe des täglich auftretenden Angebotes und der Nachfrage von Wertpapieren auf der einen und die unten näher zu kennzeichnende Unbeholfenheit eines großen Teiles der Kapitalbesitzer, ihre geringe Marktkenntnis und Fähigkeit zur Beurteilung des Wertes der Papiere auf der anderen Seite, alles das hat schon frühzeitig die Tätigkeit einer Gruppe von Personen, der sog. Spekulation[2], begünstigt, die aus diesen Unvollkommenheiten

[1] So R. Ehrenberg, Art. Börsenwesen in der neuesten Auflage des Handw. d. Staatsw., S. 177. Vergl. auch Fr. Glaser, Die Börse, Frankfurt a. M. 1909, S. 29.

[2] In der Wissenschaft bezeichnet man allgemein mit Spekulation die nach einem bestimmten Verhalten eingerichtete Tätigkeit. Der kaufmännische Sprachgebrauch will mit dem Worte Spekulation auch die diese Tätigkeit ausübenden Personen (die Spekulanten) treffen. In gleichem Sinne wird

des Marktes Gewinn ziehen will. Die Spekulation handelt nicht in der Absicht, die Wertpapiere zur dauernden Kapitalanlage zu erwerben, sondern sie kauft, um später mit Gewinn zu verkaufen, und sie verkauft, um bald wieder zu günstigen Kursen zurückzukaufen. Ihr Interesse richtet sich einzig und allein auf das Steigen und Fallen der Kurse; der letzte Zweck ihres Handelns, dem sich alles andere unterordnet, ist die Erzielung von Kursgewinnen[1].

Um die wirtschaftliche Berechtigung der Spekulationstätigkeit und ihre Gleichsetzung mit dem Spiel sowie um ihre Bedeutung für die Preisbildung ist von jeher ein heftiger Streit geführt worden. In Deutschland ist die Literatur über Börsenwesen noch in den 1890er Jahren im Zusammenhang mit der Börsengesetzgebung zum größten Teil mit diesem Streite angefüllt, und auch heute ist er durchaus noch nicht als beigelegt zu bezeichnen[2]. Das ist auch gar nicht zu verwundern; denn eine Einigung ist so lange undenkbar, als man nicht davon abkommt, sich die Spekulation als eine gleichartige Masse zu denken, deren Tätigkeit zu allen Zeiten und an allen Orten denselben Charakter trägt. Nur von der Einsicht, daß die Spekulation jeweils aus einem Kreise allerverschiedenster Elemente — verschieden sowohl in bezug auf ihre finanzielle Ausrüstung, wie auch auf ihren sittlichen Wert — besteht, die dazu in ihrer Tätigkeit in starkem Maße von der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Struktur ihrer Zeit beeinflußt werden, ist eine Klarlegung dieser Frage zu erwarten.

Wenn im Nachfolgenden versucht wird, dies für den Berliner Wertpapiermarkt zu zeigen, so sind, um Mißverständnissen vorzubeugen, vorweg einige Ungenauigkeiten des Sprachgebrauches,

---

auch in dieser Arbeit von Spekulation gesprochen. In der neuesten Auflage des Handw. der Staatsw. Art. Börsenwesen ist dieser Sprachgebrauch gleichfalls angewendet worden.

[1] Diese in den Handlungen der Spekulation scharf ausgeprägte Gewinnabsicht muß man sich vor Augen halten, um nicht zu einem schiefen Urteil über die — sich aus der Summe der Einzelhandlungen ergebende — wirtschaftliche Bedeutung der Spekulation zu kommen. So wird vielfach von einer Aufgabe der Spekulation — Ermittlung des wahren Wertes der Papiere, richtige Preisbildung, Führerin des Kapitals — gesprochen, obwohl es sich selbstverständlich nur um den — unbeabsichtigten — wirtschaftlichen Erfolg ihrer auf höchstmöglichen Gewinn abzielenden Tätigkeit handeln kann. Vergl. auch Fr. Glaser, a. a. O., S. 16.

[2] Vergl. dazu: R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Leipzig 1881. Otto Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels, Berlin 1883. H. Bachmann, Die Effektenspekulation, Zürich 1891, S. 21.

wie sie sich besonders in den Börsenberichten vorfinden, zu berichtigen. Der Ausdruck Spekulation wird nämlich innerhalb der oben gegebenen Begriffsabgrenzung noch in mehrfachem Sinne gebraucht. Einmal ist es üblich, mit Spekulation nur die berufsmäßige und alles übrige mit Publikum zu bezeichnen. Sodann kommt die Einteilung: Börsenbesucher gleich Spekulation und Außenseiter als Publikum vor. Im ersteren Falle kann dagegen die Spekulation auch außerhalb der Börse sein, nämlich soweit sie berufsmäßig ist. An der ersten Einteilung, als der in der Praxis gebräuchlichsten, soll hier festgehalten werden: unter Spekulation wird die berufsmäßige Spekulation verstanden, die entweder selbst in Person an der Börse oder durch Vermittlung Dritter dort tätig ist, während die sonstigen Spekulanten, die das Spekulieren nicht zu ihrem Beruf gemacht haben, die nicht berufsmäßige Spekulation oder kurz das Publikum genannt werden.

a) Die berufsmäßige Spekulation.

1. Die große Spekulation[1]. In dem kurzen und doch so bedeutungsvollen Spekulationsabschnitt von 1871 bis 1873 stand auch die Börse vollständig unter dem Einflusse der das ganze Land beherrschenden Gründungstätigkeit. Die Börse war gewissermaßen nur der verlängerte Arm der letzteren. Sie war den Gründern ein willkommenes Mittel, um den ganzen Ballast neugeschaffener Wertpapiere, durch die sie sich ihre Gründungen bezahlen ließen, mit hohem Aufgeld im Publikum unterzubringen. Und auch die gewaltigen Kurstreibereien, die auf Grund von falschen Gerüchten und Rentabilitätsberechnungen, wirklichen und fiktiven Dividenden mit Hilfe eines von maßloser Spielleidenschaft erfaßten Publikums in Szene gesetzt wurden, gehen in letzter Linie auf sie zurück. So setzte sich damals der Teil der berufsmäßigen Spekulation, den man die große zu bezeichnen pflegt, in der Hauptsache aus Gründern zusammen; jedenfalls erscheinen sie als ihre typischen Vertreter während jener Zeit. Dies änderte sich, als der Krach von 1873 die Börse vollständig verwüstete und den spekulativen Verkehr auf Jahre hinaus lahm legte. Die scharfe Krisis, in deren Verlauf eine große Anzahl von neugegründeten

[1] Der Unterschied zwischen großer und kleiner Berufsspekulation liegt selbstverständlich nicht allein in der den Spekulanten eigentümlichen Kapitalkraft, sondern mehr noch in ihrer Persönlichkeit selbst, der Art ihres Spekulierens und dem Umfang der von ihnen getätigten Geschäfte. Vergl. auch Bruno Mayer, Die Effektenbörsen und ihre Geschäfte, Wien 1899, S. 58.

Banken und Industriegesellschaften von der Bildfläche verschwand und die meisten der übrig gebliebenen Unternehmungen zu umfangreichen Betriebseinschränkungen und Kapitalverringerungen gezwungen wurden, setzte aller Gründertätigkeit für lange Zeit ein Ziel. Die Industriellen hatten nunmehr vollauf damit zu tun, die großen Schäden wieder wett zu machen, die ihnen der jähe Abschluß des Spekulationstaumels eingebracht hatte.

Inzwischen wuchs eine andere Gruppe von Personen in die Rolle der sog. großen berufsmäßigen Spekulation hinein: die zahlreichen Vertreter des Bankerstandes, der auch schon bis dahin durch seine Beziehungen zu den Gründerkreisen lebhaften Anteil am Spekulationsgeschäft gehabt hatte. Diese Entwicklung sollte während der nächsten 20 Jahre für die Preisbildung an der Börse, speziell auf dem Aktienmarkt, recht bedeutungsvoll, ja sogar verhängnisvoll werden, insofern als daraus entspringende Mißstände später zum gesetzlichen Einschreiten gegen die Börse führten.

In den nächsten der auf die Krisis von 1873 folgenden Jahre, die dem inneren Ausbau des darniederliegenden Wirtschaftskörpers gewidmet waren, bot sich intelligenten Leuten vielfach Gelegenheit, mit langsichtigen Spekulationen in diesen Heilungsprozeß einzugreifen. So haben einzelne Bankers, die ihre Zeit richtig beurteilten und einen Blick für die wirtschaftlichen Entwicklungsbedingungen hatten, tief im Kurse gesunkene Aktien solcher Unternehmungen aufgekauft, von denen sie sich eine gute Zukunft versprachen. Mit der Zeit zu Sitz und Stimme im Aufsichtsrat gekommen, haben sie die Gesellschaft nach ihren Ideen umgestaltet und insbesondere deren finanzielle Verhältnisse mit größerer Sachkenntnis überwacht, als dies bei der Gründung oder in der Zeit des allgemeinen Spekulationstaumels in der Regel der Fall gewesen war. Auf diese Weise ist manche Gesellschaft der Bergwerks- und Eisenindustrie, deren technische und kaufmännische Grundlagen an sich gesund waren, vor gänzlichem Verfall bewahrt worden, um heute zu den ersten und angesehensten des Landes zu zählen. Zweifellos verdienen solche groß angelegten Spekulationen, die Jahre hindurch beharrlich unter Einsetzung der ganzen Persönlichkeit, vielfach unter Überwindung größter Schwierigkeiten, glücklich zu Ende geführt worden sind, uneingeschränkte Bewunderung und Anerkennung. Und wenn diese Spekulanten als Lohn für ihre Tätigkeit die mit der Zeit wertvoll gewordenen Aktien oder einen Teil derselben mit hohem Gewinn an Dritte abgesetzt haben, so ist dagegen gar nichts zu sagen. Es ist bekannt, daß der Reichtum mancher, später zur Blüte ge-

kommenen deutschen Privatbankers seine Wurzel in jenen Operationen hat. Freilich sind auf der anderen Seite auch nicht die zu vergessen, die an gleichen Absichten zugrunde gegangen sind, und zwar durchaus nicht immer durch ihre persönliche Schuld, sondern auch infolge Ungunst der Konjunkturen, mangelnder Kapitalkraft usw.

Müssen diese Bankers geradezu als ideale Vertreter einer volkswirtschaftlich berechtigten und nützlichen Spekulation bezeichnet werden, so ist andererseits doch nicht zu übersehen, daß ihre Zahl innerhalb der gesamten berufsmäßigen Spekulation immer nur eine sehr geringe war. Die große Masse der letzteren nahm vielmehr eine durchaus andere Stellung im Börsenverkehr ein.

Zu den Geschäften, die die an der Börsenspekulation beteiligten Bankers[1] betrieben, gehörte auch das Kommissionsgeschäft in Wertpapieren, die Vermittlung von An- und Verkauf von Wertpapieren, mit anderen Worten die Besorgung von Spekulationsgeschäften für Dritte. Durch rührige Reklame, Abfassung von anregenden Börsenberichten und nicht zuletzt durch Aussendung zahlreicher Agenten, die sogar die Kundschaft in der Provinz persönlich aufsuchten, wuchs sich dieser Geschäftszweig bei den meisten Bankers im Laufe der Zeit zu dem hauptsächlichsten oder einzigen aus. So vereinigten sich allmählich auf der einen Seite in ihren Händen die zahlreichen, aus allen Teilen des Reiches stammenden Spekulations- und sonstigen Wertpapieraufträge des Publikums, während sie auf der anderen Seite selbst die eifrigsten Spekulanten an der Börse waren. Hieraus mußten sich naturgemäß mancherlei Folgen[2] für die Preisbildung ergeben.

Was zunächst das Kassageschäft anlangt, so bot eine eigene kaufkräftige Kundschaft dem spekulierenden Banker ständig Gelegenheit, hier solche Aktien unterzubringen, die an der Börse nur schwer oder gar nicht zu veräußern waren, und an denen der Banker in irgendeiner Weise besonders interessiert war. In zahlreichen Fällen ist das Publikum, nicht ahnend, daß der raterteilende Banker zugleich Verkäufer der „empfohlenen" Aktien war, auf diese Weise in den Besitz von Papieren gekommen, an denen es hinterher große Verluste gehabt hat, falls es nicht vorzog, jahrelang darauf „festzusitzen", weil der Kurs nachher ins „unendliche" sank.

[1] Ihre Zahl wurde für die Berliner Börse im Jahre 1891 nach dem Adreßbuch mit etwa 750 angegeben, „von denen jedoch nur 500 in Wirklichkeit den Namen Banker verdienten". Vergl. „Deutscher Ökonomist", Jahrg. 1892, S. 53.

[2] Vergl. auch L. Goldschmidt, Börse und Banken. Preußische Jahrbücher, Jahrg. 1891, S. 876.

Noch mehr aber zeigte sich die Verquickung der eigenen Spekulation mit der der Kundschaft in der Abwicklung der täglichen Aufträge. So erlangte der Banker aus der großen Zahl der durch ihn vermittelten Geschäfte leicht einen Überblick über die jeweilige Stimmung im Publikum. Insbesondere sprang er mit eigenen Spekulationen ein, wenn solche Aufträge einliefen, von denen er wußte, daß sie aus wohlunterrichteten Kreisen, etwa von den den Gesellschaften nahestehenden Personen, stammten. Da sich solche Aufträge auch durch die Angestellten weiter herumsprachen und hier leicht Mitläufer fanden, konnten unter Umständen die Aktien dem Käufer nicht unwesentlich verteuert werden, insbesondere aber, wenn dieser als vorsichtiger Mann die Preise für die Aufträge limitiert hatte. In solchen Fällen kam es vor, daß der limitierte Auftrag infolge der durch die Käufe der Mitläufer stark gesteigerten Nachfrage an einem Tage unausführbar blieb, weil der Kurs sich höher stellte als das Limit des Kunden. Wenn dann der Käufer, um zu seinem beabsichtigten Kauf zu kommen, am nächsten Tage das Limit höher stellte, ging bereits wieder ein Teil der früheren Mitläufer dazu über, seine am Tage vorher gekauften Aktien zu verkaufen, und zwar nunmehr an den ursprünglich ersten Käufer. Ebenso umgekehrt, wenn limitierte Verkaufsaufträge einliefen. Es unterliegt keinem Zweifel, daß diese Art von Spekulation durchaus unberechtigt und zu mißbilligen ist; denn die wirtschaftliche Bedeutung dieser Spekulationstätigkeit liegt lediglich darin, das Publikum im Preise zu übervorteilen, ohne daß ersichtlich wäre, worin die Gegenleistung der mitkaufenden oder mitverkaufenden Zwischenglieder besteht. Verschiedentlich wurden diese üblen Gewohnheiten auch bald vom Publikum selbst erkannt, und einsichtige Spekulanten versuchten eine Verteuerung ihrer Geschäfte dadurch zu umgehen, daß sie die Aufträge durch verschiedene Bankers und in kleinen Beträgen, vielleicht sogar unter anderen Namen ausführen ließen.

Für den Markt im allgemeinen hatte diese Tätigkeit der Kommissionäre — außer eben der durch sie hervorgerufenen Übervorteilung des Publikums — eine größere Bedeutung weiter nicht, wenigstens nicht in ruhigen, in „normalen“ Zeiten. Bedenklicheren Charakter nahm dagegen die mit dem Spekulationsgeschäft der Kundschaft verquickte eigene Spekulation des Bankers in kritischen Zeiten an. War z. B. von irgend einem politischen oder sonstigen Ereignis zu befürchten, daß sich das Publikum von seinem Wertpapierbesitz trennen würde, so ging die berufsmäßige Spekulation, also in der Hauptsache die Bankers, im Augenblick des Eintreffens

ungünstiger Nachrichten, ehe also das Publikum zum Handeln in der Regel Gelegenheit fand, mit Verkäufen vor, und zwar möglichst in solchen Papieren, von denen das Publikum Bestände bei ihnen unterhielt, und die es aller Wahrscheinlichkeit nach zuerst abstoßen würde. Die dadurch bewirkte Flauheit des Marktes verschärfte sich dann am anderen Tage zur Panik, wenn das Publikum, ängstlich geworden durch entsprechende, von den Wünschen der Spekulation diktierte Zeitungsmeldungen, zum Verkauf seiner Wertpapiere schritt. Da es in solchem Augenblick naturgemäß an wirklichen Käufern zu mangeln pflegte, lag die Kursherabsetzung ganz in den Händen der am Tage vorher als Verkäufer aufgetretenen Spekulation, die aber nur das eine Interesse hatte, zu möglichst niedrigen Kursen für das vom Publikum an den Markt geworfene Material als Käufer aufzutreten. Gewiß nutzt, wie in vielen anderen Fällen, der einzelne Spekulant nur eine Marktchance aus, die darin besteht, daß das Publikum stets einen Tag zu spät zum Handeln kommt. Wenn es aber für die gesamte Berufsspekulation zur Gewohnheit wird, in zahllosen, vielfach künstlich herbeigeführten Fällen das Publikum ängstlich zu machen und es zum Verkauf zu bewegen, um dann nach dem obigen Rezept aus dieser sich für den Markt ergebenden Konstellation Gewinn zu schlagen, so kann es über die Verurteilung auch dieser Spekulation keinen Streit geben, zumal wenn man berücksichtigt, daß ein Teil der Spekulanten zugleich Berater des Publikums und Beauftragter desselben ist, der auch dessen Interesse wahrzunehmen hat. Geradezu verwerflich wird dieses „Spekulieren" jedoch, wenn — wie es in der Geschichte der Börse durchaus nicht vereinzelt dasteht — die Bankers in kritischen Zeiten oder bei sinkenden Kursen umfangreiche Verkäufe vornahmen und im nächsten Augenblick ihre Kundschaft unter Androhung des Zwangsverkaufs zu Nachschüssen aufforderten, um sich dann später zu weiter gesunkenen Kursen mit dem von seiten ihrer Kundschaft zum Verkauf gebrachten Material wieder einzudecken. In der Börsensprache gibt es hierfür das schöne Wort: abschlachten . . .

Die eigentliche Bedeutung der Bankers für die Börse lag jedoch mehr in der Stellung, die sie im Terminhandel, dem bei weitem ausgedehnteren Arbeitsfeld der berufsmäßigen Spekulation, einnahmen. Gestützt auf langjährige Erfahrungen, vertraut mit allen Börsentricks, dabei begabt mit einem geschulten Blick für die jeweiligen wirtschaftlichen und Geldmarktverhältnisse, waren sie mit der Zeit auch dadurch zur Beherrschung des Marktes gekommen, daß es außer ihnen keine gleichwerten Kapitalkräfte mehr gab, die sich wie sie

aktiv an der Spekulation beteiligten. Denn die zu der sog. Hochfinanz gehörenden ersten, sich mehr von der Spekulation fernhaltenden Bankers und die in damaliger Zeit noch in der Entwicklung befindlichen Aktienbanken unterhielten zwar auch viele Beziehungen zur Börse, sie waren aber an der eigentlichen Spekulation nur insofern interessiert, als sie in der Hauptsache die Geldgeber im Prolongationsgeschäft[1] waren. Mit ihrer Hilfe vermochte die Spekulation die Engagements, wenn es erforderlich war, von Monat zu Monat zu schieben; insofern bildeten sie auch eine Macht, mit der die Spekulation besonders in kritischen Zeiten zu rechnen hatte, aber im ganzen Verlaufe des Monats und in nicht kritischen Zeiten hatte die Spekulation von dieser Seite kaum eine Störung ihres Tatendranges zu erwarten.

Für die Börse äußerte sich diese Bedeutung der Spekulation darin, daß durch sie der gesamte Börsenverkehr auf eine breitere Grundlage gestellt wurde, „allwo es jederzeit reges Leben und Bewegung gab". Ihrer Regsamkeit und ihrem Spekulationseifer ist es mit zu verdanken, daß die Berliner Börse eine Entwicklung nahm, die sie zeitweilig in die Reihe der ersten Weltbörsen brachte. Mit Stolz wissen die Börsenberichte der damaligen Zeit zu sagen, daß der Börsenverkehr so großzügig geworden sei, daß selbst die größten Spekulanten in Berlin jederzeit ihre „Kontrepartie" finden konnten[2]. Der Umstand, daß sich die Spekulation aus zahlreichen Einzelgliedern zusammensetzte und gleichzeitig durch sie die Aufträge des Publikums an die Börse gelangten, verursachte eine solche Vielseitigkeit der Meinungen an der Börse, daß sich alle Ereignisse an ihr in deutlichster Weise widerspiegelten. Diese Sensibilität der Börse verdient deshalb hier besonders hervorgehoben zu werden, weil, wie behauptet wird, sie diese in jüngster Zeit vollkommen verloren haben soll. Darauf ist an anderer Stelle zurückzukommen.

Jenen zweifellos günstigen Folgen einer starken Beteiligung der Bankers an der Spekulation lassen sich jedoch mancherlei Bedenken gegenüberstellen. Dabei soll noch ganz davon abgesehen werden, an die Fälle zu erinnern, wo infolge von Überspekulation die Bankers zu Zahlungseinstellungen gezwungen wurden und das

---

[1] Vergl. Abschnitt 3 dieses Kapitels.

[2] Nach einer Notiz im „Deutschen Ökonomist", Jahrgang 1888, S. 534, heißt es bei Besprechung einer sich bemerkbar machenden Überspekulation, daß selbst mittlere und untermittlere Bankers spekulative Engagements in Höhe von 10 bis 20 Millionen Mark laufen hatten.

Publikum den Verlust seiner Einlagen zu beklagen hatte. Es sollen vielmehr hier nur Züge aus ihrer Spekulationstätigkeit angeführt werden, die sozusagen täglich zu beobachten waren und gewissermaßen als typisch anzusprechen sind. Am bekanntesten war das sog. Positionsspiel, das Jahrhunderte alt ist und heute noch mit besonderer Vorliebe von den großen amerikanischen Faiseuren an der New-Yorker Börse ausgeübt wird. Hatte in ruhigen Zeiten ein Großspekulant die Marktverhältnisse dahin durchschaut, daß sich die Hausse- oder Baisseengagements in zahlreichen und kapitalschwachen Händen, d. h. meist in Händen der kleinen Spekulation befanden, so nahm er — unter Berücksichtigung der sonstigen Marktverhältnisse — entgegengesetzte Geschäfte in der Absicht vor, die schwächere Partei über den Haufen zu rennen und durch die so erzwungene Lösung ihrer Engagements auf die Kurse zu wirken. Am beliebtesten war die Anwendung dieses Verfahrens, wenn es gegen eine wie oben angedeutete Baissepartie ging. Umfangreiche Käufe, die im Termingeschäft infolge der monatlichen Abrechnung bei einer einigermaßen guten Kreditfähigkeit leicht möglich waren, und die, wenn der Spekulant als ein glücklicher Draufgänger galt, sofort bei ihrem Bekanntwerden durch einen Schwarm von Mitläufern ins Massenhafte gesteigert wurden, riefen dann eine Erhöhung der Kurse hervor, die die Baissiers in eine bedrängte Lage brachten. Um größeren Verlusten zu entgehen, entschlossen sich dann viele Baissiers, sich durch Rückkäufe zu decken und vielleicht durch weitere Käufe aus der allgemeinen Kurssteigerung Gewinn zu ziehen. Inzwischen hatten aber die Anführer der Spekulation an die Schar der Mitläufer oder an die ängstlich gewordenen Baissiers zu den gestiegenen Preisen wieder verkauft, und wenn nach ein paar Tagen die Lage geklärt war, zeigte es sich, daß nach mannigfachen Kursschwankungen ein großer Besitzwechsel stattgefunden hatte, bei dem in der Regel die Kleinen, vielfach auch das durch die Kurssteigerung angelockte Publikum der schwarze Peter waren und vorläufig auf den zu hohen Kursen gekauften Papieren festsaßen. Dieses Rezept, unter Ausstreuen günstiger Nachrichten auffällig in großen Posten im Markt kaufen und während der Bewegung und Aufregung des Marktes gleichzeitig an den Schwarm der Mitläufer verkaufen, das, wie gesagt, so alt ist wie die Spekulation selbst, ist auch in jener Zeit in zahllosen Variationen, im kleinen sowohl wie im großen, in einzelnen Papieren wie unter Teilnahme des ganzen Marktes und unter Bildung regelrechter Konsortien zur Anwendung gekommen — allerdings, wie

auch hinzuzufügen ist, mit wechselndem Erfolg auf Seiten der sog. Führer.

Unter den Großen, die sich am lebhaftesten an diesem Spiel beteiligten, befanden sich in erster Linie auch die Direktoren der Maklerbanken. Das kann nicht weiter wundernehmen. Denn bei den Maklerbanken konzentrierte sich, wie dies weiter unten noch auszuführen sein wird, ein großer Teil der von der Spekulation eingegangenen Engagements, so daß die Direktoren der Banken leicht die Engagementsverhältnisse eines großen Teiles des Marktes durchschauen und danach ihre eigenen Spekulationen einrichten konnten. So hat es Zeiten gegeben, wo diese Spekulanten geradezu alleinherrschend an der Börse waren. Und doch ist in den wenigsten Fällen das Ende dieser „Führer" der Spekulation ein rühmliches gewesen: am meisten noch in Erinnerung ist der Zusammenbruch der gewaltigen Spekulationen des Maklerbankdirektors Seckel[1], der bald darauf zur Liquidation des von ihm geleiteten Börsenhandelsvereins führte.

Es bedarf kaum der Erwähnung, daß das große Publikum, soweit es sich am Termingeschäft beteiligte, bei diesen Geschäftstricks in der Regel ebenfalls zu den Hineingefallenen zählte. Aber das Verhältnis des Publikums zur Berufsspekulation im Termingeschäft ist noch in anderer Hinsicht bemerkenswert. Da zum Ultimogeschäft an der Berliner Börse verhältnismäßig wenig bare Mittel erforderlich waren, — die Abwicklung fand erst am Monatsende durch das Report- und Deportgeschäft statt — so waren den Bankers in der Heranziehung von spekulativer Privatkundschaft kaum Grenzen gezogen. Ein jeder Banker war deshalb bestrebt, den Kreis seiner Kunden ständig zu erweitern und vor allem diese Kunden zu Ultimogeschäften anzuhalten. Es ist genügend bekannt, in welchem Maße die Heranziehung des Publikums zu Spekulationsgeschäften während dieses Zeitabschnittes betrieben worden ist[2].

[1] „Deutscher Ökonomist", Jahrgang 1895, S. 44. — „Berliner Tageblatt" vom 12. März 1904, Art.: Die Maklerbanken. — Andere Führer der Spekulation, denen alles an der Berliner Börse blindlings folgte, waren u. a. Saloschin, Pringsheim und Platschek, die heute schon wieder fast in Vergessenheit geraten sind. In jüngster Zeit ist dieser Typ von Spekulanten ganz ausgestorben. Doch hat sich die Annahme, daß es an der Berliner Börse überhaupt keine Großspekulanten mehr gebe, als irrig erwiesen: im Jahre 1904 stellte ein Makler, namens Fr. Meyer, seine Zahlungen ein bei einem laufenden Engagement von fast 30 Millionen Mark.

[2] „Deutscher Ökonomist" 1891, S. 479: „Der Umfang des Berliner Bankgeschäfts hat sich in den letzten 10 Jahren mehr als verdoppelt und in gleicher Weise hat sich der Börsenverkehr ausgedehnt."

Zur Kennzeichnung dieser Tatsache diene eine Bemerkung des Deutschen Ökonomisten, daß viele Bankers in der Anbietung von Ultimogeschäften so weit gingen, daß sie solche in Papieren übernahmen, die an der Börse gar nicht als Ultimopapiere gehandelt wurden und ferner in Beträgen bis herunter auf 3000 Mk. (Börsenusance ist ein Schluß von mindestens 15000 Mk.) Wenn auch die aus den zahlreichen Geschäften einer starken Kundschaft fließenden Vermittlungsgebühren gute Einnahmen abwarfen, so bot doch die Verquickung dieser Spekulationsgeschäfte mit eigenen Spekulationen in der Regel lohnenderen Gewinn. Gewann beispielsweise der Banker die Überzeugung, daß die Haussespekulation seiner Kundschaft ins Ungesunde gestiegen war und vermutlich bei irgend einem nächsten Zwischenfall zusammenbrechen mußte, so ging er für seine Person Baissespekulationen ein, um aus den mit der Lösung der Haussespekulationen zu erwartenden Kursrückgängen Gewinn zu ziehen. Von diesem Zeitpunkt an hatte also der Banker als Spekulant ein Interesse daran, die Kurse sinken zu sehen, während seine Kundschaft gerade das entgegengesetzte Interesse an der Kursentwicklung hatte und bei jedem Kursrückgang näher vor die Frage kam, zur Vermeidung weiterer Verluste die Engagements aufzugeben. Es ist einleuchtend, daß dieser Punkt zu den heikelsten der damaligen Börsenfragen gehören mußte. Und wie der einzelne Spekulant häufig seiner eigenen Kundschaft entgegenarbeitete, so war in bestimmten Abschnitten der Börsenentwicklung auch zu beobachten, wie die Gesamtheit der Bankers in ihrer Eigenschaft als Berufsspekulation und als Gegenpartei zum Publikum die Börsenentwicklung zu beeinflussen gesucht hat. Daß aber hierbei die vielgewandte und erfahrene Berufsspekulation keine Mittel unversucht ließ, um zu ihren Zielen zu gelangen, ist ebenso einleuchtend, als daß dadurch der gesamte Börsenverkehr häufig den Charakter eines wilden Spiels, ja des Schwindelhaften, annehmen mußte. —

Die im vorstehenden skizzierte Stellung der berufsmäßigen Spekulation zur Preisbildung trat während der 1880er Jahre am deutlichsten in die Erscheinung. Alle die hier wiedergegebenen Beziehungen zur Börse und zum Publikum offenbarten sich in vollster Deutlichkeit und zugleich in schrecklichster Wirkung für die Preisbildung noch einmal in der Krisis vom Jahre 1890. Hier empfing indes die berufsmäßige Spekulation die erste Todeswunde, an der sie im Laufe der nächsten zehn Jahre vollkommen verbluten sollte. Die betrügerischen, im Zusammenhang mit der vorher-

gegangenen Spekulationsepoche stehenden Handlungen einzelner Privatbankers, die sowohl ihnen anvertraute Depositengelder als Spekulationsbetriebskapital verwendet und verloren, als auch die bei ihnen hinterlegten Wertpapiere unterschlagen hatten, brachten ein solches Mißtrauen gegen den ganzen Stand der Privatbankers hervor, daß von dieser Zeit an ein fluchtartiger Abgang der Depositen und damit auch der Kundschaft von den Privatbankers zu beobachten ist. Bekanntlich kam es dabei in Berlin zu mancherlei erregten Szenen, und selbst einige angesehene Bankhäuser[1], die sich niemals auf Spekulationen eingelassen hatten, sahen sich einem plötzlichen Run ihrer Gläubiger gegenüber. Diese Gelegenheit benutzten die während dieses Zeitabschnittes gegründeten und auch allmählich schon zur Bedeutung gekommenen Aktienbanken, die ängstlich gewordene Kundschaft durch Gründung von Filialen und Depositenkassen an sich zu ziehen, was ihnen auch im Verlauf der nächsten Jahre in vollkommenster Weise gelungen ist. Damit entstand eine andere Macht auf dem Wertpapiermarkt, gegen die die ehemalige Berufsspekulation nicht mehr ankommen konnte, insbesondere als ihr immer mehr die eigentliche Geschäftsgrundlage, die eigene Spekulationskundschaft, verloren ging. Waren diese Momente mehr der äußere Anstoß zur Veränderung der Stellung der Berufsspekulation, so lagen doch die tieferen Ursachen in der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, die durch technische und industrielle Vervollkommnungen zum Großbetrieb drängte. Die Zunahme des Aktienkapitals der meisten industriellen Unternehmungen bewirkte auch — neben anderen Momenten — eine ständige Vergrößerung der Betriebsmittel der die Finanzierung der Industrie durchführenden Banken, die dadurch gleichzeitig wieder in den Stand gesetzt wurden, den Wettbewerb mit den Privatbankers auch in den übrigen Bankgeschäftszweigen erfolgreich aufzunehmen. Hatte dazu ferner die Einführung der Börsensteuern lähmend auf die geschäftliche Tätigkeit der Spekulation gewirkt, so verstärkte das Börsengesetz von 1896 die ungünstige Lage der Privatbankers weiter dadurch, daß das ihnen so bequeme und von Vorteil gewesene Termingeschäft in Bergwerks- und Industrieaktien verboten wurde, und daß der sich als Folge des Gesetzes einstellende Register- und Differenzeinwand auf eine weitere Verringerung ihres Kundenkreises hindrängte.

[1] Von einigen wenigen Berliner Privatbankers ist bekannt, daß sowohl ihre Firmen wie sie persönlich sich grundsätzlich auch heute noch aller eigenen Spekulation enthalten.

So ist es in den letzten zehn Jahren dahin gekommen, daß die einstmals so rührige und auch so mächtige Berufsspekulation, so weit sie aus den kapitalkräftigeren Privatbankers bestand[1], vollständig in diesem Existenzkampf aufgerieben worden ist. Eine Anzahl von ihnen hat liquidiert, andere sind zu den Aktienbanken übergegangen, während ein großer Teil sich anderen Börsen, vor allem der Londoner, zuwandte. An ihre Stelle sind heute andere Faktoren getreten, demzufolge auch der Preisbildungsmechanismus gegen früher ein ganz anderes Aussehen angenommen hat. Ehe hierauf näher eingegangen wird, ist zunächst der übrige Teil der berufsmäßigen Spekulation zu betrachten.

2. Die kleine Spekulation. Derjenige Teil der berufsmäßigen Spekulation, der nicht unter die bisher besprochene Gruppe der „großen" fällt, ist der Zahl nach naturgemäß stets der stärkere gewesen, während jedoch seine Bedeutung für die Preisbildung absolut wie relativ im Laufe der Zeiten stark gewechselt hat. Auch läßt sich zu keiner Zeit diese sog. kleine Spekulation genau begrenzen, da sich die Ausläufer zu sehr in dem Kreise des sonstigen spekulierenden Publikums verlieren. Wenn man von der kleinen berufsmäßigen Spekulation spricht, so hat man vorzugsweise die große Masse der kleinen, am Börsenplatz befindlichen und auch das Gros der Börsenbesucher bildenden Privatbankers, — bezw. Spekulanten, die sich den etwas besser klingenden Namen „Bankiers" zulegen, — im Auge; ferner denkt man dabei an die große Zahl der spekulierenden Makler und endlich auch an die sich mehr in den Büros der Bankers oder der Depositenkassen der Banken ständig aufhaltende Spekulationskundschaft, die man auch mit Wechselstubenkundschaft bezeichnet.

In dem großen Spekulationstaumel der Jahre 1871 bis 1873 war die kleine Spekulation als eine Gruppe für sich noch nicht so sehr in die Erscheinung getreten, weil sich kaum mehr Grenzen zwischen der Spielleidenschaft des Publikums und einer berufsmäßig ausgeübten Spekulation ergaben. Erst nach dem Krach von 1873 stellte es sich heraus, daß die Berufsspekulation eine starke Ausdehnung erfahren hatte und immer neuen Zulauf von zahlreichen Kleinkapitalisten aus den verschiedensten Ständen[2] erhielt. Es entstand in jener Zeit die viel besprochene Einrichtung der Maklerbanken und -firmen, durch die die kleine Speku-

[1] Vergl. Georg Bernhard, Die Börse, S. 38ff.

[2] Vergl. Carl Gareis, Die Börse und ihre Gründungen. Berlin 1874, S. 6.

lation zu wachsendem Einfluß auf den Börsenverkehr kam. Bekanntlich zu dem Zweck gegründet, die Kreditwürdigkeit der kleinen Spekulanten zu gewährleisten und den Markt von deren Prüfung zu entlasten[1], haben diese Maklerbanken einmal den Zuzug kapitalschwacher Elemente zur Börse in starker Weise gefördert und zweitens zuweilen unheilvoll auf die Ausdehnung der Spekulationssucht eingewirkt. Durch sie wurden die zerstreuten Kräfte der einzelnen Spekulanten, die für sich nicht viel zu sagen hatten, gesammelt und zu einer Macht vereinigt, die nur zu häufig für die Tendenz des ganzen Marktes, sowohl durch ihre Rolle als Mitläufer als auch durch den sie beherrschenden Drang nach Tätigkeit, ausschlaggebend war. Bis in die 1880er Jahre bildeten daher die Maklerbanken und -firmen das Rückgrat der Spekulation an der Berliner Börse[2]. Allerdings waren sie zum größten Teil durch die von ihnen ausgehende Ausdehnung der Spekulationstätigkeit daran schuld, daß der gesamte Börsenhandel zeitweilig zum gewöhnlichen Spiel herabgewürdigt worden ist. So galten zahlreiche Maklerbankagenten als reine Spieler[3], die an Tollkühnheit und Verwegenheit nichts zu wünschen übrig ließen und zweifellos dem Ansehen der Börse in außerordentlichem Maße geschadet haben. Die Zunahme des Börsenverkehrs, als Folge einer starken Neuschaffung von Papieren, die sich stets verschlechternde Qualität der Börsenbesucher (vgl. unten) und endlich das Aufkommen anderer Machtfaktoren an der Börse (Großbanken) erhöhten das Risiko der Maklerbanken derart, daß ihre Existenz bald in Frage gestellt wurde. Im Jahre 1886 waren nur noch drei dieser Institute tätig und gegenwärtig zeugt allein der Berliner Maklerverein von entschwundener Pracht[4]...

Auch in der nachfolgenden Zeit ist die Entwicklung dieses Teiles der Spekulation, gleich der der großen, eine sehr bemerkenswerte gewesen. Auf der einen Seite sind die zu ihnen gehörenden kleineren Bankers von denselben Faktoren (oben S. 13) in ihrer Existenzfähigkeit bedroht worden, wie alle Privatbankers in den letzten 10 bis 20 Jahren. Zum Teil haben sie sich durch die wachsende Konkurrenz der Großbanken ebenfalls veranlaßt gesehen, die Geschäfte zu liquidieren oder an eine Großbank zu verkaufen, zum Teil haben sie den Konkurrenzkampf mit den Großbanken auf-

[1] Vergl. Ernst Heinemann, Art. Kulissenhäuser. Zeitschrift „Die Nation", Nr. 49, Jahrgang 1894/95.

[2] Georg Bernhard, a. a. O., S. 47.

[3] „Deutscher Ökonomist", Jahrg. 1891, S. 481.

[4] Georg Bernhard, a. a. O., S. 49.

genommen und dadurch eine starke Einengung ihres Kommissionsgeschäftes erfahren, oder sie sind endlich als kleine Spekulanten oder als Makler geendet. Auf der anderen Seite vergrößert sich der Kreis der kleinen Spekulanten ständig durch den Hinzutritt zahlreicher ehemaliger Makler, denen die Vermittlungstätigkeit[1] immer mehr beschnitten wurde, und durch das Eindringen solcher Elemente, die ihre abhängige Stellung im kaufmännischen, vorwiegend Bankberuf mit der selbständigen eines Spekulanten vertauschen wollen, oder aber in anderen Berufen stellungslos geworden sind. Obwohl sich also die Qualität der kleinen Spekulation und damit der Berufsspekulation überhaupt gegen früher erheblich verschlechtert hat, ist dagegen ihre Bedeutung für die Preisbildung in jüngster Zeit noch gestiegen. Denn solange eine kapitalkräftige Spekulation, in der Gestalt der größeren und mittleren Bankers, an der Börse tätig war, trat die kleine Spekulation mehr in den Hintergrund. Während der Blüte der Maklerbanken war ihr Einfluß auf den Börsenverkehr zeitweilig zwar ein recht bedeutender, auch lenkte sie dann jedesmal die Aufmerksamkeit auf sich, wenn sie die Rolle der für die Preisbildung so wichtigen Mitläufer übernahm; sonst stellte sie jedoch mehr den wogenden Börsentrubel dar, in dem es galt, die Kurse um $^1/_4$ % höher oder niedriger zu schreien. Heute aber, wo es eine große Berufsspekulation nicht mehr gibt, spielt die kleine Spekulation insofern eine gewisse Rolle bei der Preisbildung, als sie es ist, die die berufsmäßige Spekulation überhaupt verkörpert. Infolge dieser Bedeutung für den heutigen Börsenverkehr, soll deshalb im Nachfolgenden auf ihre Tätigkeit etwas näher eingegangen werden.

In der Ausnutzung der für die Preisveränderung der Aktien belangreichen Momente durch Kauf oder Verkauf allen andern Interessenten zuvorzukommen, ist für alle Spekulation der Weisheit letzter Schluß, weshalb auch den Geschäften der kleinen Spekulation eher Gerüchte, Mutmaßungen und Kombinationen über zukünftige Dividenden zugrunde liegen, als vollendete Tatsachen. Zu diesem Zweck suchen sich diese Spekulanten über die jeweiligen Marktverhältnisse unterrichtet zu halten, verfolgen sie alle Nachrichten und behalten die geschäftlichen und finanziellen Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften dauernd im Auge. Die Spekulanten an der Börse erhalten die Nachrichten aus erster Hand, meist

[1] Vergl. unten Abschnitt 3 dieses Kapitels: Banken und Bankers.

in knappen Umrissen, unkommentiert und vielfach sich widersprechend. Das erfordert im Augenblick zu überlegen, wie wird dieselbe Nachricht auf die Kapitalisten und sonstigen Spekulanten wirken, die jedoch erst später von ihr hören werden. Bei ungünstigen Nachrichten treten dann die Spekulanten rasch als Verkäufer von solchen Aktien auf, deren Gesellschaften davon direkt oder indirekt berührt werden: in der Hoffnung, daß der Grund, der sie zu diesem Verkauf veranlaßte, auch im Publikum die gleiche Wirkung, aber erst später, auslösen wird. Dieses vorausgefühlte Angebot von seiten des Publikums sind sie am nächsten Tage oder in der nächsten Zeit bereit, aufzunehmen, um ihre Verkäufe damit einzudecken; natürlich nur zu herabgesetzten Kursen. Ebenso umgekehrt bei Nachrichten, die den Wert der Aktien in günstiger Weise zu verändern geeignet sind. Diese Spekulation rechnet also damit, daß stets eine zweite Schicht von Spekulanten oder Kapitalisten eingreift, um ihre Spekulationen zu übernehmen und damit ihre Geschäfte zu beenden. Die sich hieraus ergebenden Beziehungen werden weiter unten zu erörtern sein.

Von dem im täglichen Gewühl des Börsentrubels selbst stehenden Teil der Spekulation kann man im allgemeinen wohl sagen, daß er in den paar Stunden der Börsenzeit eine aufreibende Geistestätigkeit verrichten muß, um all die Gewinnmöglichkeiten auszuklügeln, die jede neue Minute des Verkehrs durch den fortwährenden Wechsel aller möglichen Einflüsse mit sich bringt. Die laufenden Engagements mit Ein- und Verkaufspreisen im Kopfe zu haben, neue Engagements einzugehen, alte abzuwickeln, dabei äußerste Vorsicht zu beobachten, um der Umgebung nicht seine wahren Absichten zu verraten, ist sicher keine leichte Aufgabe. Wenn auch die Spekulanten in der Ausübung dieses ihres Lebensberufes im Laufe der Zeit eine gewisse Routine erlangt haben und zu ihrem Handwerkszeug eine Menge täglich zur Anwendung kommender sog. Tricks[1]

[1] Des besseren Zusammenhangs wegen sind einige der beliebtesten Tricks weiter unten in dem Kapitel: Banken und Bankers mitgeteilt. Ein sehr gebräuchlicher Kniff wird auch mit dem Dividendenscheinhandel verbunden, der hier kurz angedeutet werden soll. Kurz vor Ablauf des Geschäftsjahres einer Gesellschaft, oder wenn die Schätzungen über die mutmaßlich zur Verteilung gelangenden Dividenden beginnen, bieten die Spekulanten unter lautem Geschrei an der Börse für die Dividendenscheine bestimmter Gesellschaften einige Prozente mehr als die Schätzungen lauten und möglicherweise auch wirklich später dafür zur Auszahlung gelangen. Durch dieses Verfahren hoffen sie eine Steigerung des Kurses der Aktien jener Gesellschaften herbeizuführen, da ja jedes Prozent Mehrdividende eine Werterhöhung der Aktien um

zählt, so bleiben dennoch ihre Geschäfte oft sehr riskant. Sie laufen immer Gefahr, die Wirkung der Gerüchte oder Nachrichten — ganz abgesehen davon, ob diese sich hinterher als falsch oder gefälscht erweisen — nicht richtig abzuschätzen oder die Gegenwirkung durch andere Nachrichten unberücksichtigt zu lassen; ferner können die erhofften An- und Verkäufe des Publikums, auf die es in den meisten Fällen in letzter Linie doch ankommt, aus irgend welchen Gründen ausbleiben u. a. m.

Die Umgestaltung, die die Börse aus den schon erwähnten Gründen (S. 13) erfahren hat, erschwert auch die Tätigkeit der kleinen Spekulation von Tag zu Tag mehr. Durch die Konzentrierung der Geschäfte bei den Großbanken und die von diesen ausgehende Beeinflussung der Preisbildung[1] werden die Marktverhältnisse für den einzelnen Spekulanten an der Börse fast ganz unübersichtlich. Er ist immer weniger in der Lage, all die Zusammenhänge der Preisbildung zu erkennen, seine Geschäfte tappen geradezu im Dunkeln, je mehr er sich auf eigene Kombinationen und wirtschaftliche Erwägungen verläßt. Dazu kommt die äußerst geringe Kapitalkraft der meisten dieser Spekulanten, vermöge deren sie Gefahr laufen, in jedem Augenblick durch das Eingreifen einer Großbank in ihren Engagements überrannt zu werden. Diese Abhängigkeit der kleinen Spekulation äußert sich heute darin, daß ihre ganze Tätigkeit in nicht viel anderem besteht, als das zu tun, was die Banken tun, und sich stets und ständig orientiert zu halten, wie dort der Wind weht. Sonst bleibt auch für sie, wie für die gesamte Spekulation überhaupt, am aussichtsreichsten noch übrig: die Verwertung guter Tips, zu deren Erlangung sie stündlich auf der Lauer liegen, oder die Spekulationskundschaft der Bankangestellten suchen, die ihnen Fühlung mit den Geschäften der Großbanken verschafft.

etwa 20 Prozent rechtfertigt. Durch die Zeitungsnachrichten, daß die Dividendenscheine zu so und so viel Prozent an der Börse gehandelt worden sind, stellen sich dann gewöhnlich Kauflustige ein, die den Kurs der Aktien im Verhältnis zu der zu erwartenden Dividende niedrig finden und daraufhin Aufträge zum Ankauf geben. Das ist aber für jene Dividendenscheinhändler an der Börse das Zeichen, ihre vorher billig gekauften Aktien zu erhöhten Preisen an die sich einstellenden Käufer zu veräußern. Für den Verlust, den sie möglicherweise an den zu teuer bezahlten Dividendenscheinen erleiden — falls die Geschäfte darin nicht einfache Scheingeschäfte waren —, werden sie durch die Kurssteigerung der Aktien reichlich entschädigt.

[1] Vergl. unten Abschnitt 3 dieses Kapitels: Banken und Bankers.

Eine andere Klasse der kleinen Spekulation besteht aus einem Teil der sog. Wechselstubenkundschaft der Banken, deren Tätigkeit in ähnlicher Weise zu beurteilen ist. Wie die Wechselstuben früherer und jetziger Privatbankers bilden auch verschiedene Depositenkassen der Berliner Großbanken eine Stätte, wo sich täglich zur Börsenzeit eine Zahl von Spekulanten versammelt, um auf telephonischem Wege das Geschäft an der Börse zu beobachten und bei sich bietender Gelegenheit mit entsprechenden Spekulationen einzugreifen. Überhaupt hat der telephonische Verkehr und die telephonische Übermittlung von Aufträgen zur Börse in den letzten Jahren in starkem Maße zugenommen, wodurch wiederum die Erkennung zahlreicher Marktumstände, z. B. wer Käufer oder Verkäufer ist usw., den Marktteilnehmern erheblich erschwert wird.

Diese Wechselstubenkundschaft läßt sich im großen und ganzen in ihrer Tätigkeit von denselben Motiven leiten wie die die Börse besuchenden Spekulanten. Nur ist bei ihnen zu berücksichtigen, daß ihre Geschäfte niemals ganz unbeobachtet bleiben, vielmehr die in der Wechselstube mitversammelten Spekulanten zu gleichem Tun mitreißen können, und ferner, damit zusammenhängend, daß die Wechselstubenvorsteher leicht in der Lage sind, ihre Kundschaft in bestimmtem Sinne zu beeinflussen, insbesondere aber, wenn es sich um die Preisgabe interner Kenntnisse, die der Vorsteher über Vorgänge bei dieser oder jener Gesellschaft erhalten hat, handelt. So ist es schon häufig vorgekommen, daß sich die Wechselstubenkundschaft wie ein Mann auf ein schon halb in Vergessenheit geratenes Papier gestürzt hat, um es durch umfangreiche Käufe und angesichts steigender Kurse zeitweilig in den Mittelpunkt des gesamten Börsenverkehrs zu bringen.

Obwohl die Kapitalkraft der einzelnen Spekulanten nicht viel zu sagen hat, so bedeuten sie in ihrer Gesamtheit doch eine Macht, die häufig für die Haltung der Börse ausschlaggebend sein kann. Von erheblichem Nachteil ist für die Börse dabei, daß sie nur geringen Rückhalt an der kleinen Spekulation, insbesondere der Wechselstubenspekulation hat. So leicht nämlich diese aus geringen Anlässen mit Käufen einschreitet, so bald hat sie sich auch voll gekauft und ebenso leicht ist sie bereit, die Aktien wieder an den Markt zu werfen. Geringe Abflauung der Börse genügt, um diese Kreise unruhig zu machen und sie aus ihren Engagements zu treiben, so daß durch sie die Bewegung an der Börse unter Umständen bedeutend verschärft wird. Dazu kommt, daß sie am ehesten den Zwangsmaßregeln der Banken unterworfen sind,

wenn ein Kursrückgang die Deckung der Depots zusammenschmelzen läßt.

Von den an der Börse selbst handelnden kleinen Spekulanten ist ferner die Gruppe der sog. Spekulationsmakler bemerkenswert. Ihre Tätigkeit besteht darin, Aufträge zum An- und Verkauf von Wertpapieren mit der Wirkung entgegenzunehmen, daß sie sich selbst als Gegenkontrahenten bezeichnen. Diejenigen, die Aufträge an der Börse auszuführen haben, ersparen durch sie die Vermittlungstätigkeit der amtlichen Makler und damit die Maklerprovision und haben ferner den Vorteil, daß sie im Augenblick das Geschäft abschließen können. Die Gesamtheit dieser Spekulanten bildet die für den Markt so häufig betonte stete An- und Verkaufsgelegenheit. Der einzelne Spekulant schließt das Geschäft in der Hoffnung ab, noch im Laufe derselben Börse einen Gegenkontrahenten zu finden, so daß er seinen Gewinn, der häufig nur auf $^1/_4$ bis $^1/_8$ % berechnet ist, in der verschiedenen Kursstellung findet.

Das Bestreben dieser Spekulanten geht deshalb in erster Linie dahin, nicht lange im Engagement zu bleiben, da sie sonst einem im Verhältnis zu ihrem Vermögen zu großen Risiko gegenüberstehen[1]. Sie kümmern sich wenig um die speziellen Verhältnisse der Gesellschaften, deren Aktien sie handeln, haben an der voraussichtlichen Entwicklung, die das Unternehmen nehmen wird, seinen Gewinnerträgnissen, der Rentabilität der Aktien kein unmittelbares Interesse; für sie kommt nur die augenblickliche Marktlage in Betracht, wie solche durch Angebot und Nachfrage gebildet wird. Sie können daher leicht durch Ereignisse, die in den obigen Tatsachen begründet liegen, überholt werden, wenn daraufhin plötzlich große An- und Verkäufe erfolgen. Um die Verlustgefahr zu verringern, die darin besteht, daß sie auf der einen Seite fest abschließen, ohne eine Gegenpartei zu haben, suchen sie häufig den ersten Auftraggeber mit Versprechungen so lange hinzuhalten, bis sie den zweiten gefunden haben. Damit verlassen sie aber auch schon den Boden der Spekulationstätigkeit und sind nichts anderes als Makler.

Um einigermaßen mit Erfolg arbeiten zu können, sind diese Spekulationsmakler davon abgekommen, „überall herumzuspeku-

[1] Die Schwankungen der Kurse während der Nachbörse hängen in vielen Fällen mit dem Bemühen dieser Spekulanten zusammen, sich noch vor Schluß der Börse glattzustellen.

lieren". Sie haben sich vielmehr einzelnen Papieren zugewendet[1], deren Markt sie täglich genau verfolgen, so daß sie stets am besten darüber unterrichtet sind, wie die jeweilige Stimmung zum Kauf und Verkauf in einem bestimmten Papier ist. Wenn auch hierdurch einzelne Spekulationsmakler oder Maklerfirmen eine gewisse Bedeutung für den Markt bestimmter Papiere erlangt haben, so ist trotzdem die viel gehörte Bemerkung richtig, daß sie in letzter Linie doch nur ein Spielball in den Händen der Großbanken sind.

Zur kleinen Spekulation gehören endlich jene Gelegenheitskäufer und -verkäufer, die man auch mit Kulisse[2] bezeichnet. Sie finden sich zur Zeit der amtlichen Kursfestsetzung an den Maklerschranken ein, um bei den letzten Verhandlungen der beiden zu einer Gruppe von Papieren gehörenden Kursmakler zugegen zu sein. In stillen Zeiten und bei Papieren von geringer Bedeutung kommt es nämlich häufig vor, daß die vorliegenden Aufträge zum An- oder Verkauf gar nicht oder nur zu erheblich veränderten Kursen auszuführen sind. Wenn in solchen Fällen der kursregulierende Banker[3] nicht anwesend ist oder nicht eingreift, bietet sich für die Kulisse Gelegenheit, die Marktlage auszunutzen, indem sie je nach den Umständen als Käufer oder Verkäufer der verlangten oder angebotenen Aktien auftritt. Hierbei gilt es, gewisse Verhaltungsmaßregeln zu beobachten. Zunächst haben diese „Schrankengäste" ein Interesse daran, daß das sich zeigende unausgeglichene Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage möglichst unbekannt bleibt, damit nicht die Konkurrenz, die übrigen anwesenden Spekulanten oder Interessenten des Papiers angelockt werden. Bekanntlich sind die amtlichen Makler an der Berliner Börse verpflichtet, sobald sich nach den vorliegenden Aufträgen eine außergewöhnliche Kurssteigerung oder -herabsetzung als notwendig herausstellt, dies an einer Tafel mit † † † = in Aussicht stehende starke Kurssteigerung oder mit — — — = in Aussicht stehende starke Kursherabsetzung bekannt zu machen. Um diese

[1] Eine anschauliche Schilderung der Zusammensetzung dieser untersten an der Börse handelnden Spekulantenschicht gibt Georg Bernhard in seinem Buche: Die Börse. Vergl. daselbst auch S. 45.

[2] Die Bezeichnung Kulisse wird auch noch in einem anderen Sinne gebraucht. So versteht Heinemann, Artikel Kulissenhäuser in: „Die Nation", Nr. 49, Jahrgang 1894/95, S. 704, unter Kulisse: Börsenbesucher, welche ihre Spekulationen mit den Aufträgen ihrer Klienten zu kombinieren suchen und die (wie in Paris) auf den Handel in einer begrenzten Anzahl von Effekten beschränkt sind.

[3] Vergl. unten Abschnitt 3 dieses Kapitels: Banken und Bankers.

Veröffentlichung zu verhindern und trotzdem noch eine möglichst große Kursveränderung herbeizuführen, erstellt die Kulisse den Kurs für die von ihnen zu nehmenden oder zu gebenden Aktien so, daß die gesamten Aufträge zu einem Kurse ausführbar werden, der um etwas hinter dem zurückbleibt, der sonst Grund zu der Notiz am schwarzen Brett würde. Wenn beispielsweise der Kurs eines Papieres am Tage vorher 150 % und jetzt infolge starker Käufe 165 % werden müßte, weil nur zu diesem Kurse ein Verkaufsauftrag vorliegt, so würden die Makler dies an der Tafel mit † † † vermerken. Die Kulisse, die die Marktlage sieht, gibt die Aktien schnell und ohne Aufsehen etwa zu 157 %, so daß der Kurs 157 % wird. Ohne weiteres leuchtet ein, daß die Makler hierbei einen großen Einfluß auf die Kursfestsetzung ausüben können, sei es, daß sie selbst als Gegenkontrahent — was ihnen allerdings nur beschränkt und in bestimmten Fällen gestattet ist — eintreten, oder einen Strohmann vorschieben, der für sie die Geschäfte besorgt, oder endlich sich mit der kursregulierenden Bank oder der Kulisse verständigen.

Die Kulisse geht bei ihren Geschäften von der Erwägung aus, daß die Kursveränderung, die lediglich aus dem Mißverhältnis von Angebot und Nachfrage herrührt und nichts mit einer Wertveränderung der Aktie zu tun hat, am nächsten Tage entgegenstehende Aufträge aus dem Publikum bringt, wenn dieses in dem offiziellen Kursblatt die Änderung sieht. Kommen am folgenden Tag infolge des gestiegenen Kurses, zu dem die Kulisse die Aktien gegeben, d. h. vorverkauft hat, Verkäufe des Publikums heraus, vielleicht in der Absicht, den in der Kurssteigerung liegenden Gewinn sicher zu stellen, so nimmt die Kulisse, wenn anderweitige Käufer fehlen, die Aktien wieder auf, aber zu so weit ermäßigten Kursen, wie es nur eben möglich ist. Bleiben die erwarteten Verkäufe des Publikums jedoch auch in den folgenden Tagen aus, dann kann sich die Kulisse gezwungen sehen, sich eventuell mit Verlust zu decken, wodurch die Kursbewegung nach oben verstärkt wird. Wenn auch in den meisten Fällen die Verhältnisse so liegen, daß ein Mißlingen ausgeschlossen ist, so handelt doch die Kulisse nicht nach wirtschaftlichen Überlegungen, sondern sie verläßt sich mehr auf den Zufall, der ihr am anderen Tag die Möglichkeit der Glattstellung bringen wird. Man schreibt der Tätigkeit der Kulisse eine ausgleichende Wirkung auf die Preisschwankungen zu, und zwar deshalb, weil sie es ist, die bei fehlendem Angebot oder Nachfrage als Verkäufer oder Käufer einspringt und dadurch die Preis-

schwankungen mildert. Diese für die Allgemeinheit zweifellos nützliche Wirkung wird aber nur dann in vollstem Maße eintreten, wenn die Kulisse in größter Öffentlichkeit und unter Konkurrenz der Umgebung und des die Kurse regulierenden Bankers (vgl. unten) ihre Tätigkeit entfaltet. Sobald es ihr aber gelingt, die Bekanntmachung des fehlenden Angebots oder der fehlenden Nachfrage in Gestalt der Zeichen an der Tafel zu hintertreiben, kann sie leicht „im Trüben fischen", was sicherlich für die Preisbildung nicht von dem Vorteil ist, als wenn auch andere Interessenten aufmerksam gemacht werden.

Faßt man die Ergebnisse dieser Betrachtungen über die berufsmäßige Spekulation kurz zusammen, so ist auf der einen Seite hervorzuheben, daß das Eingehen der großen und kapitalkräftigen Spekulation für den Markt allerdings den Verlust des sachverständigsten Teiles aller Spekulation bedeutet, der die Preise auf alle Ereignisse in sichtbarer Weise reagieren ließ und dem gesamten Börsenverkehr einen lebhaften Grundton verlieh. Dieser Einbuße des Marktes steht jedoch der Vorteil gegenüber, daß die Spekulationstätigkeit nicht mehr so leicht ein Übermaß annehmen kann, derzufolge Einzelne oder Konsortien den Börsenverkehr zum gewöhnlichen Spiel herabdrücken. Eine für die Börsenverhältnisse entscheidende Tatsache ist aber, daß die Verbindung zwischen dem Publikum und der Börse nicht mehr durch die Hände solcher Personen geht, die selbst im Spekulationsgeschäft mit dem Publikum wetteifern. Auf der anderen Seite hat die Tatsache, daß nur noch eine kleine Spekulation besteht, den Nachteil, daß die Spekulanten einzeln zu wenig bedeuten, um unberechtigten Strömungen Widerstand zu leisten; meistens genügt ein geringer Anstoß, um die gesamte Spekulation zur sofortigen Aufgabe ihrer Engagements zu bewegen.

Trotzdem steht so viel fest, daß mit dieser Entwicklung, die das Berufsspekulantentum genommen hat, der Börsenverkehr im ganzen zweifellos solider geworden ist; mit welcher Wirkung jedoch für die Preisbildung, läßt sich hieraus ohne weiteres nicht ableiten; das ist eine praktische Frage, zu der erst nach Darstellung der sonstigen Faktoren, die an der Preisbildung beteiligt sind, überzugehen ist.

b) Die nicht berufsmäßige Spekulation.

Sollen die im höchsten Grade verschiedenartigen Beziehungen der großen Masse des spekulierenden Publikums zur Börsenpreisbildung deutlich zum Ausdruck kommen, so empfiehlt sich eine Scheidung des Publikums in folgende drei Gruppen:

1. Die Industriellen, die Direktoren und Aufsichtsratsmitglieder der Industrieaktiengesellschaften, sowie die diesen nahestehenden Personen;
2. die Direktoren der Banken und die sonstigen Bankangestellten;
3. das sog. große Publikum, auch Privatpublikum genannt.

1. Die der ersten Gruppe angehörigen Personen, die in der Börsensprache auch die „Eingeweihten" heißen, gelten als die Träger wohlerwogener, langsichtiger Spekulationen. Mitten im Wirtschaftsleben stehend, sind ihnen die einzelnen Unternehmungen, deren Aktien sich im Börsenhandel befinden, schon aus ihren vielseitigen geschäftlichen Beziehungen genau bekannt, oder, da die Großindustriellen vielfach in engen, persönlichen Beziehungen zueinander stehen, fällt es ihnen nicht schwer, sich rechtzeitig und eingehend über die Lage und Aussichten der einzelnen Gesellschaften zu unterrichten, falls sie Börsengeschäfte eingehen wollen. Schließlich gehört ja auch nicht viel dazu, als Nächstinteressierter die Wirkungen abzuwägen, die irgend welche Vorkommnisse, wie Fusionen, Preisverabredungen, Preiserhöhungen, Betriebserweiterungen usw. auf die wirtschaftlichen Verhältnisse ihrer eigenen oder anderer, verwandter Werke ausüben werden. Den Direktoren und Aufsichtsräten sind zuerst die Gewinnziffern, Betriebsstörungen, einlaufenden Aufträge usw. bekannt, wodurch sie in der Lage sind, den Außenstehenden durch frühzeitige Käufe oder Verkäufe zuvorzukommen. Meist selbst kapitalkräftig, dazu ausreichenden Kredit bei den Banken besitzend, sind sie befähigt, die Papiere „hinzulegen" und die fernere Entwicklung der Kurse in aller Ruhe abzuwarten.

Auch diese Spekulanten nehmen bei der Durchführung ihrer Spekulationen auf die Eigentümlichkeiten des Börsenverkehrs Bedacht. Um sich nicht durch die Mitläufer, die sich gern den Maßnahmen von „wohlunterrichteter Seite" anschließen, den Ankaufspreis der von ihnen begehrten Aktien unnötig verteuern zu lassen, stehen sie häufig mit mehreren Bankers in Verbindung, durch die sie die Aufträge in kleinen Beträgen oder sogar von anderen Personen ausführen lassen. Andrerseits benutzen sie die Geptlogenheit des blinden Mitlaufens an der Börse gern, wenn sie daraus Vorteil schlagen können. Wollen sie sich beispielsweise von ihrem Effektenbesitz unauffällig trennen, — ein Verkauf eigener Aktien seitens der Gesellschaft nahestehender Personen würde leicht als ein ungünstiges Zeichen gedeutet werden können — dann lassen sie in aller Öffentlichkeit Käufe ausführen, um an die durch das Gerücht: „Käufe

von unterrichteter Seite" angelockten Käufer ohne Preisdruck verkaufen zu können.

Die Käufe der „Eingeweihten" sind es in der Regel, die einmal den jeweiligen Börsenaufschwung einleiten, weil sie zumeist die leisesten Anzeichen einer in Aussicht stehenden Besserung der wirtschaftlichen Lage am ehesten verspüren, und ferner der Überspekulation oder der Ausbreitung der Spekulation, wie man will, dadurch die Wege ebnen, daß sie in Zeiten der wirtschaftlichen Hochkonjunktur, des Einlaufens zahlreicher Bestellungen und des „Auf-Jahre-hinaus-Beschäftigtseins" ihrer Werke die Engagements verdoppeln und in ihren Kreisen wie in anderen durch ihr Beispiel leicht ein allgemeines Spekulationsfieber entfachen. Es ist aber nicht richtig, diese Kreise für die Ausschreitungen, die sich am Ende einer Aufschwungsperiode regelmäßig beobachten lassen, allein verantwortlich zu machen, wie es in der Börsenpresse beliebt wird. Im Gegenteil tragen diese Spekulanten im allgemeinen gerade die Merkmale an sich, die man für die Eingehung von Spekulationen für dringend notwendig erachtet[1]: Kenntnis der einschlägigen wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse der Gesellschaften, eigene Kapitalkraft, vermöge deren sie nicht wegen jedes geringen Anlasses aus den Engagements zu gehen brauchen, und endlich die kaufmännische Einsicht, daß sie das einzugehende Risiko in einem richtigen Verhältnis zu ihrem Vermögen zu halten haben. Diese Gruppe von Spekulanten ist geradezu als die für die Börse wertvollste zu bezeichnen. Allerdings bestätigen auch hier Ausnahmen die Regel. Ein tollkühner Spekulant, dessen Engagements in Höhe von vielen Millionen zusammenbrachen, ist noch unlängst (1900) in der Person des Großindustriellen und Bankers Leo Hanau zur traurigen Berühmtheit an der Börse geworden.

Im Gegensatz zu der oben besprochenen Entwicklung der großen berufsmäßigen Spekulation, die das völlige Verschwinden der letzteren gezeigt hat, ist die Bedeutung dieser Gruppe der nicht berufsmäßigen Spekulation, die man auch die große nennen könnte, im Verlaufe des letzten Vierteljahrhunderts, besonders aber in jüngster Zeit erheblich gestiegen. So ist einmal durch die glänzende industrielle Entwicklung Deutschlands[2], die ihren Ausdruck in dem starken An-

[1] Vergl. „Deutscher Ökonomist" 1907, S. 25: Über Spekulation und Kapitalanlage in Wertpapieren.

[2] Nach E. Moll, Die Rentabilität der Aktiengesellschaften, ist die Zahl der Aktiengesellschaften von 2143 im Jahre 1886/87 auf 5166 im Jahre 1908 gestiegen. („Deutsche Wirtschafts-Zeitung" vom 1. Dezember 1908, S. 1059.)

wachsen der Unternehmungen findet, die Schicht der hier in Frage kommenden Spekulanten breiter geworden[1], und ferner hat die finanzielle Erstarkung der einzelnen Gesellschaften, sowie die jüngst zum Durchbruch gekommene Konzentration in der Industrie und deren enge Beziehungen zu den Banken einem kleinen Kreise von Personen eine Macht in die Hände gegeben, die ihresgleichen in früheren Zeiten nicht findet und sich sehr wohl mit der der amerikanischen Trustmagnaten vergleichen läßt. Männer wie Thyssen, Kirdorf, Stinnes und Haniel drücken nicht nur der Industrie den Stempel ihrer Persönlichkeit auf, sondern sie vermögen vermittelst ihrer umfassenden Kenntnis aller internen wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse bei den bedeutendsten, ihnen unterstellten Gesellschaften, sowie der hinter ihnen stehenden Kapitalien auch die Börse in ihren Bann zu zwingen. Rein äußerlich betrachtet ist jedenfalls die Gesamtheit dieser nicht berufsmäßigen Spekulanten heute völlig an die Stelle[2] der ehemaligen großen berufsmäßigen getreten, allerdings nicht mit der gleichen Bedeutung für die Preisbildung.

Auch ihren Spekulationen liegt zwar die weitverbreitete Absicht zugrunde, dadurch Vermögensvorteile zu erzielen, daß sie, gestützt auf ihre frühzeitige Kenntnis der für die Preisbildung wichtigen Momente, An- und Verkäufe von Aktien vornehmen, von denen sie hoffen, daß ihnen demnächst eine zweite, erst später von diesen Dingen Kenntnis erhaltende Schicht von Käufern und Verkäufern den Abschluß der Gegengeschäfte ermöglicht. Aber es fehlt doch diesen Spekulanten augenscheinlich die Absicht, sich gerade aus den Fehlern der übrigen Spekulanten, insbesondere der breiten

[1] Am 1. Juli 1909 führte der Kurszettel der Berliner Börse nicht weniger als 750 Aktien industrieller Gesellschaften auf.

[2] Vergl. auch den Artikel: Börsenmanöver im „Plutus“ vom 26. Oktober 1906, S. 756. Daselbst werden die Veränderungen weiter noch wie folgt interessant geschildert: Wenn früher auf der Börse Spekulanten Ware kauften oder verkauften, so mußten die Mitläufer immer darauf rechnen, daß es sich um private Kalkulationen jener Spekulanten handelte, die keineswegs sichere Gewinnchancen boten. Wenn heute dagegen irgend eine Firma, von der man weiß oder annimmt, daß sie zur Industriewelt in Verbindungen steht, Aktien handelt, so spricht man sogleich von großen, industriellen Plänen, da man eben annimmt, daß ihre Hintermänner immer etwas Besonderes wissen müssen. Dadurch sichern sich diese Spekulanten aus den Industriekreisen natürlich von vornherein eine große Gefolgschaft. Geht nachher der Kurs zurück, so schreit man über Börsenmanöver, während doch die wirklich Schuldigen außerhalb des Börsensaales sitzen und sich vergnügt darüber ins Fäustchen lachen, daß es ihnen möglich war, die Schäfchen zu scheren und den Verdacht auf einen anderen abzuwälzen.

Masse des unerfahrenen Publikums zu bereichern, wie sie durch falsche Ratschläge und irrtümliche Auslegung von Alarmnachrichten, verspätetes Eintreffen ihrer Aufträge und durch Aufzehrung geringer Einschüsse entstehen, und um die sich in früherer Zeit die Masse der von der Berufsspekulation vorgenommenen Engagements wie eine wuchernde Schlingpflanze legte. Ihre Engagements tragen mehr den Charakter einer langsichtigen Spekulation, entsprechend der vielleicht erst nach Wochen oder Monaten zu erwartenden, aus Gründen finanzieller Veränderungen in den betreffenden Gesellschaften vor sich gehenden Wertveränderung der Aktien. Es fehlt mehr oder weniger jener schnelle Wechsel der Engagements aus allen möglichen außerwirtschaftlichen und börsentechnischen Anlässen und damit auch jene Lebhaftigkeit und Beweglichkeit, die den Börsenverkehr zur Zeit der Blüte der Berufsspekulation so auszeichnete — freilich nicht immer zum Vorteil des mitspekulierenden Publikums. Demgegenüber sind jedoch nicht die Bedenken von der Hand zu weisen, daß die Preisbildung, besonders die der zahlreichen weniger beachteten Industriepapiere, ganz und gar in die Hände der paar Interessenten gelegt wird, wobei Börse und Publikum, wenn beide es eben nicht vorziehen, bloße Zuschauer einer ihnen nicht erklärlichen Kursbewegung zu sein, in der Regel den Schaden haben. In dieser Auffassung wird man bestärkt, wenn man die fortlaufenden, sehr instruktiven Börsenberichte von Buchwald[1] liest: täglich erlebt die Börse die Kursbewegung irgend eines Papieres, die im Gegensatz zu allen wißbaren Preisbestimmungsgründen steht und nachher eine Erklärung in irgend welchen Vorgängen der Gesellschaft findet, nachdem das Bankhaus, hinter dem man die Nächstinteressierten des Papieres vermutet, Geschäfte in dieser oder jener Richtung ausgeführt hat. Wiederum wird das Bestreben der Spekulanten an der Börse klar, Fühlung mit den „Eingeweihten" zu bekommen, um gleichfalls den „Anderen" zuvorkommen zu können.

Von den sehr zahlreichen Beispielen solcher Preisbildungen sei hier nur eins wiedergegeben, das an der Börse wie in der Öffentlichkeit in gleich hohem Maße die Aufmerksamkeit auf sich gelenkt hat[2]: das ist die Kursbewegung der Phönix-Aktie zur Zeit der Fusion Phönix-Nordstern. Lange Zeit vor dem Bekanntwerden des Fusionsplanes bemerkte man anhaltende Käufe in Aktien des Steinkohlenbergwerks Nordstern. Die berufsmäßige Spekulation

[1] In der Zeitschrift: „Plutus", Herausgeber Georg Bernhard, Berlin.

[2] Vergl. dazu auch die Ausführungen im „Plutus" vom 6. Juni 1908, Artikel: Industriejobber.

schloß sich unter Aussprengung aller möglichen Gerüchte der Bewegung an, und umfangreiche Käufe trieben den Kurs der Nordstern-Aktien binnen weniger Wochen auf den Stand von 400 %.

Als endlich die Fusionsgerüchte greifbare Gestalt annahmen und die Phönix-Gesellschaft mit ihnen in Zusammenhang gebracht wurde, warf sich die Spekulation auch auf die Aktien der Phönix-Gesellschaft, um sie in großen Posten aus dem Markt zu nehmen. Trotz dieser Kauflust zeigte aber der Kurs von Phönix eine auffallende Stabilität und später sogar noch eine Neigung zum Sinken. Das war um so merkwürdiger, als es eine Erfahrungssache ist, daß gewöhnlich die Aktien der an einer Fusion jeweils beteiligten Gesellschaften sprungweise in die Höhe zu gehen pflegen. Als endlich die genauen Fusionsbedingungen in der Öffentlichkeit bekannt wurden, stellte sich heraus, daß der hochgetriebene Kurs von Nordstern mit einem gegen den früheren Börsenkurs von Phönix niedrigeren Kurse verrechnet werden sollte, worauf ein weiteres Sinken des Phönix-Kurses eintrat. Es hatten also, als sich die starke Kauflust bemerkbar machte, gleichzeitig in großem Umfange Vorverkäufe in Phönix-Aktien stattgefunden, und zwar konnten diese Vorverkäufe nur von einer Seite stammen, der schon frühzeitig die genauen Bedingungen des Fusionsplanes bekannt gewesen sein mußten. Diejenigen aber, die aus der Tatsache der Fusionsabsicht an sich auf eine Steigerung der Kurse hofften, sahen sich dieses Mal gründlich getäuscht.

Dagegen, daß die den Gesellschaften nahestehenden Personen ihre vorzeitige Kenntnis von den inneren Verhältnissen der Unternehmungen in der Kursentwicklung ihrer Papiere zu Gelde machen, läßt sich schwer etwas tun. In erster Linie liegt es an den Personen selbst, wie weit sie das Interesse ihrer Gesellschaft oder das der Aktionäre ihrem Gewinninteresse voranstellen. Denn auch die Fälle sind nicht selten, wo bei der Dividendenpolitik nicht allein auf die Verhältnisse der Gesellschaft Rücksicht genommen wurde, sondern auch auf die jeweiligen Börsenkurse, um hinterher die darin zum Ausdruck gekommene Bewegung zu rechtfertigen[1]. Ein Mittel,

[1] Als ein viel besprochenes Beispiel ist hier die Waggonfabrik Gebr. Hofmann Akt.-Ges. in Breslau zu erwähnen. Obwohl der Fabrikationsgewinn im Jahre 1909 nicht höher als der des Jahres 1908 war und die Gesellschaft die Aussichten für die Zukunft nicht besonders günstig beurteilte, hat sie die Dividende von 35 % im Jahre 1908 auf 40 % im Jahre 1909 erhöht. Freilich war der Kurs in dem lezten Vierteljahr vor dem Bekanntwerden der Dividende von 510 % auf 570 % gestiegen. Von der Presse und nachher von der Börse ist diese Dividendenpolitik der Gesellschaft mit Recht aufs schärfste verurteilt worden

diesen Leuten die Spekulationen zu verleiden, läge höchstens darin, daß die Börsenspekulation und das Publikum grundsätzlich solchen Papieren fern bliebe, von denen einmal bekannt geworden ist, daß sie von den Interessenten allzusehr dirigiert werden. Naturgemäß kann es für die Allgemeinheit gleichgültig sein, wer bei diesem Tanz den Schaden oder die Vorteile hat, solange wirkliche Spekulanten, die stets mit einem Risiko zu rechnen haben, dabei beteiligt sind. Im höchsten Grade verwerflich wird jedoch das Spekulieren der eingeweihten Personen, wenn der ernsthafte Aktionär, der in der Regel diesem Handel fern steht und auch von den inneren Verhältnissen der Gesellschaft meistens kaum etwas weiß, dadurch zu Schaden kommt. Sei es, daß er die Aktien zur Kapitalanlage just in dem Moment kauft, wo die Eingeweihten zu den höchsten Kursen verkaufen, sei es, daß er bei fallenden Kursen — ängstlich geworden — verkauft, und die Eingeweihten billig kaufen, weil sie wissen, daß noch Kurssteigerungen auf Grund vorläufig nur ihnen bekannter Vorgänge in der Gesellschaft eintreten werden.

2. Die zahlreichen, durch ihre Hände gehenden Wertpapiergeschäfte veranlassen ferner zahlreiche Angestellte der Banken und Bankers, nicht minder die Direktoren der Banken selbst, sich gleichfalls an der Spekulation zu beteiligen. Insbesondere wenn Aufträge von den vorgenannten, den Gesellschaften nahestehenden Personen einlaufen, beeilen sie sich, die gleichen Geschäfte mitzumachen. Auch von dieser Kategorie von Spekulanten geht eine strahlenförmige Erweiterung des Kreises der Spekulation aus, insofern Verwandte, Bekannte und Freunde der einzelnen Bankangestellten und Direktoren von den „Tips“ Kenntnis erhalten und mitspekulieren. In der Regel, wenn nicht außergewöhnliche Ereignisse das gesamte Börsengeschäft beeinflussen, lassen sich hierdurch erhebliche Gewinne erzielen. Es kann aber auch der Fall eintreten, daß die Spekulationen der Kunden als langsichtige gedacht sind und die Mitläufer eine vorübergehende ungünstige Kursentwicklung nicht ertragen können, was sie veranlaßt, mit Schaden das Geschäft vorzeitig zu beenden. Die große Gefahr aber, die aus dieser Beteiligung der Angestellten entstehen kann, ist die, daß sie sich mit der Zeit nicht mehr anderen Spekulationen anlehnen, sondern auf eigene Faust, nach eigenen Überlegungen und endlich zur Befriedigung ihrer Spielleidenschaft darauflosspekulieren, um schließlich in schwindelhohen Engagements viel zu verdienen oder alles zu verlieren[1].

[1] Gerade in der jüngsten Zeit (als Folge des starken Rückganges der Kurse im Jahre 1907) sind die Beispiele wieder zahlreicher geworden, daß

Nicht nur als Mitläufer erweisen sich zahlreiche Bankangestellte und deren Bekannte, sondern auch zwecks Ausnutzung der durch die Ausführung zahlreicher Aufträge gegebenen Gewinnmöglichkeiten gehen sie Engagements an der Börse ein. Dies gehört jedoch schon mehr zu der Tätigkeit der Börsenvertreter. Wenn beispielsweise große Aufträge zum Ankauf eines Papieres eintreffen, die zu einem bestimmten Kurs auszuführen — limitiert — sind, so können die Börsenvertreter so viel Ware für sich nehmen und dadurch den Kurs so steigern, daß die Aufträge des Kunden nur zum Teil oder gar nicht ausführbar werden. Erhöht der Kunde am nächsten Tag das Ankaufslimit, dann verkauft der Börsenvertreter seine am Tage vorher gekauften Papiere zu dem erhöhten Kurse und steckt den Gewinn ein. Ebenso wenn der Börsenvertreter große Verkaufsaufträge auszuführen hat, von denen er weiß, daß sie unter allen Umständen ausgeführt werden müssen, daß sie aber, um den Kurs nicht zu sehr zu drücken, in kleinen Posten und zu bestimmten Kursen aufgegeben worden sind. Er sucht dann möglichst unauffällig die Aktien vorzuverkaufen und kauft sie zu niedrigeren Kursen von seinem Auftraggeber zurück. Wie man ohne weiteres hieraus ersieht, sind es dieselben Geschäfte, wie sie in früherer Zeit von den zahlreichen Bankers selbst vorgenommen wurden. Ein Unterschied dürfte jedoch darin zu suchen sein, daß der Umfang derselben heute nicht mehr in demselben Mißverhältnis zum gesamten Börsenverkehr steht wie früher. Es sind jetzt immerhin nur verhältnismäßig wenige Personen, die in dieser Weise operieren können. Allerdings kann dafür auch ihr hierdurch zu erzielendes Nebeneinkommen umso größer sein. Es ist bekannt, daß sich die Börsenvertreter der Großbanken vielfach nach Jahr und Tag selbständig machen und ein eigenes Bank- und Börsenkommissionsgeschäft eröffnen, nachdem sie sich einige Hauptspekulationskunden ihrer früheren Bank gesichert haben. Daß ferner eine ganze Zahl

umfangreiche Spekulationen solcher Personen fehlgeschlagen und Banken und Bankers und last not least das Publikum dadurch zu Schaden gekommen sind. So ist der Zusammenbruch der Marienburger Privatbank (1907), der Gewerbebank Speyer (1907), des Bankhauses Friedländer & Pollack in Berlin (1907) und des Paderborner Bankvereins (1909) auf wahnwitzige Spekulationen ihrer Direktoren bezw. Beamten zurückzuführen. — Auch zwei Berliner Großbanken sind jüngst wieder durch betrügerische Handlungen ihrer Angestellten, die auf verfehlte Spekulationen zurückzuführen sind, geschädigt worden: die Dresdner Bank um ¼ Million Mk. und die Mitteldeutsche Kreditbank um ½ Million Mk. („Berliner Tageblatt“ vom 25. August 1908.)

Bankers am Berliner Platz von der Bankangestelltenspekulation lebt, ist bereits oben (S. 18) hervorgehoben worden.

Gegen die Bankangestelltenspekulation ist von jeher viel geschrieben worden; aber meist nur vom Standpunkt der Banken, die darin die Gefahr sehen, daß sich die Beamten bei fehlgeschlagener Spekulation an den ihnen anvertrauten Geldern oder Wertpapieren vergreifen können[1]. Daß jedoch die Spekulationen dieser Kreise jeglicher volkswirtschaftlicher Berechtigung entbehren und in letzter Linie nur auf eine Benachteiligung des die Banken als Kommissionäre benutzenden Publikums hinauslaufen, wird meist ganz übersehen. Noch weniger wird daran gedacht, daß von dieser Seite jene unheilvollen Vorverkäufe vorgenommen werden, wenn bei rückläufiger Börsenkonjunktur die Banken darangehen, ihre Kundschaft zur Leistung von Nachschüssen aufzufordern oder ihnen den Zwangsverkauf anzudrohen. Allein von diesem Standpunkt aus sind alle Maßregeln zu begrüßen, die den Bankangestellten und den Direktoren das Spekulieren erschweren — ihnen ganz unmöglich machen, wird wohl nie gelingen.

[1] Die Reichsbank und einige Privatbankhäuser dulden Spekulationen ihrer Beamten grundsätzlich nicht. Auch die Banken erlassen von Zeit zu Zeit Spekulationsverbote für ihre Beamten, doch weiß man an der Börse und auch in den Kreisen der Banken selbst sehr genau, daß diese Verbote nur auf dem Papier stehen. Im Zusammenhang mit den jüngst erfolgten Verfehlungen einiger Bankbeamten (vergl. S. 30) hat der Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes Ende 1909 eine große Aktion in die Wege geleitet, um der Angestelltenspekulation ein Ende zu machen. Sie läuft darauf hinaus, daß alle Banken und Bankers sich verpflichten sollen, Vermittlungen von Börsengeschäften für Angestellte von Banken rundweg abzulehnen. Abgesehen davon, daß sich eine reinliche Scheidung zwischen Kapitalanlage und Spekulationsgeschäft niemals leicht wird vornehmen lassen können, und ferner eine Umgehung dieser Bestimmung durch Benutzung von vorgeschobenen Namen sehr einfach möglich ist, läßt das Vorgehen des Zentralverbandes auch die Spekulationen der Direktoren und Prokuristen der Banken offen. Wie aber jedermann weiß, befinden sich hierunter oft die ärgsten Spekulanten, freilich mit dem Vorbehalt, daß sie meist mit sehr gutem Erfolg operieren. Aber auch ihre Geschäfte sind es, wie im Text dargetan ist, die die Aufträge der Kundschaft recht erheblich verteuern können; man kann daher der in der gesamten Presse vertretenen Anschauung, daß sich auch die Direktoren der Banken mehr Beschränkung hinsichtlich ihrer Spekulationen auferlegen möchten, nur beitreten. (Vergl. „Frankfurter Zeitung“ vom 20. Oktober 1908, „Plutus“ vom 19. Dezember 1908, „Berliner Tageblatt“ vom 18. Mai 1909.) Nur der „Deutsche Ökonomist“ (Jahrgang 1891, Seite 491) hält diese Ansicht für eine sozialistische bezw. sozialdemokratische, dieweil man Angestellte und Direktoren nicht mit demselben Maßstabe messen kann. Trotzdem kommt er auch zu dem Schluß, daß die Direktoren das böse Beispiel vermeiden sollen

3. An letzter Stelle ist hier die große Masse des spekulierenden Publikums zu erwähnen. Für die „Ausgiebigkeit" der Börsengeschäfte ist ihre Teilnahme allerdings als erste und unerlässliche Bedingung anzusehen; denn am letzten Ende hoffen doch alle vorhin gekennzeichneten Gruppen, daß zu einer bestimmten Zeit dieses Publikum mit Käufen oder Verkäufen an den Markt kommt, um ihnen die Glattstellung ihrer Spekulationen zu ermöglichen. „Ohne Publikum ist eine Bewegung an der Börse unmöglich", so lauten ständig die Klagen in den Börsenberichten, wenn die berufsmäßigen Spekulanten unter sich sind. Und nur allzu leicht findet sich das Publikum auch ein, getrieben von unsinniger Gewinnsucht und nicht ahnend, daß es als Gegenpartei meist einen mit allen Börsentricks wohl vertrauten Berufsspekulanten finden wird.

Das Publikum versteht von allgemeinen Börsendingen schon nicht viel, jedoch erst recht sind ihm die internen Vorgänge bei der Preisbildung unbekannt. Es baut seine Spekulationen auf dem im Kurszettel veröffentlichten Kurs auf, verläßt sich zum Teil auf den Rat seiner Bankers und schöpft seine Informationen sogar aus den Zeitungsnachrichten. Nach den obigen Darlegungen wird es verständlich, daß in der Regel solche Spekulationen aber zu spät kommen, weil die berufsmäßigen und erfahrenen Spekulanten auf die Wirkung jener in der Öffentlichkeit bekannt werdenden Tatsachen ja nur warten, um ihre Geschäfte beenden zu können. Das Publikum wundert sich dann nicht wenig, wenn die erwartete Kursbewegung ausbleibt. Wenn aber die erhoffte Kurssteigerung wirklich einmal erfolgt, dann tritt jene Eigentümlichkeit des Publikums zutage, daß es sich nicht rechtzeitig zum Verkauf entschließen kann. In der Hoffnung, immer noch mehr zu gewinnen, findet es dann plötzlich, daß es auf den höchsten Kursen festsitzt, weil neue Käufer fehlen. Ein ferneres psychologisches Moment, das dem Publikum eigentümlich ist und der Spekulation in unzähligen Fällen Gelegenheit geboten hat, ihre Operationen mit Erfolg zu Ende zu führen, ist die Tatsache, daß das Publikum nur bei steigenden Kursen kauft, so daß, wenn die Kurse am höchsten gestiegen sind, die Kauflust des Publikums am größten ist[1]. Umgekehrt wirken sinkende Kurse mit doppelter Gewalt auf die Verkaufslust des Publikums.

[1] O. Glagau, Der Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland, Leipzig 1877, S. 160, weist auch für den Spekulationstaumel 1873 auf diese bekannte Erscheinung hin.

Überhaupt übersieht das Publikum ein sehr wesentliches Moment bei der Preisbildung. Der Kurs eines Papieres ist der Preis, der an einem bestimmten Tage auf Grund ganz bestimmter, zahlenmäßig feststehender Umsätze zustande gekommen ist. Von wirklichem Gewinn und Verlust auf seine Aktien kann nur der sprechen, der an den zu dem Kurse erfolgten Umsätzen beteiligt war. Der Kurs sagt also nicht an, daß nun auch das ganze Aktienkapital der betreffenden Gesellschaft zu diesem Preis zu bewerten ist; würde man einen größeren Betrag desselben zum Verkauf stellen, so würde der Kurs bald sinken. In letzter Linie kommt es also immer darauf an, ob sich neue Käufer finden, die bereit sind, die Aktien auch wirklich zu übernehmen. Diesen Zusammenhang der Preisbildung macht sich das spekulierende Publikum nicht genügend klar. Es glaubt, daß sich der Kurs gewissermaßen automatisch dem wirklichen Wert des Papieres anpassen wird. Steigt dieser, so meint es, muß der Kurs nachfolgen. Deshalb kauft das Publikum Aktien, wenn eine Werterhöhung der Aktien in Aussicht steht. Es bedenkt aber nicht, daß das Steigen des Kurses nach ihm nur durch neue Käufe stattfinden kann, und daß die Hauptsache doch die ist, wer zuletzt die Aktien zu dem hohen Kurse kauft.

Anders denkt die Spekulation. Ihre Hauptsorge ist, wer wird uns die Aktien abnehmen, und da es in letzter Linie niemand anderes sein kann als das Publikum, so benutzt sie eine sich bemerkbar machende Kauflust, ihre Aktien an das Publikum zu verkaufen. Eine Folge dieser Überlegung ist allerdings die, daß der Berufsspekulant häufig die Aktien viel zu früh abgibt, weil er nicht wissen kann, ob und wie lange sich noch Käufer für das Papier einstellen werden. Es kommt daher vor, daß der berufsmäßige Spekulant viele Male dasselbe Papier kauft und verkauft, wenn entsprechende Bewegungen im Kurse eintreten. Ein weiterer, für das Publikum fühlbarer Nachteil tritt aber dann ein, wenn die berufsmäßige Spekulation bei einer bestimmten Höhe des Kurses die Unmöglichkeit des Eintreffens einer neuen Käuferschicht deutlich sieht, wenn also das Publikum allgemein bei den Banken hoch engagiert ist, und sie daraufhin ihre Baisseengagements eingeht. Die Spekulation geht dabei von der richtigen Voraussetzung aus, daß das Publikum allmählich zum Verkauf seiner Papiere übergehen wird, weil die zu bezahlenden Zinsen oder etwa in Aussicht stehenden Kreditbeschränkungen es unlohnend machen, die Aktien weiter zu behalten. Da es in solchen Zeiten an Käufern fehlt, so benutzt die Baissespekulation die an den Markt kommenden Verkäufe zu Deckungen, wobei sie es je nach

Umständen — der Konkurrenz aus ihrer Mitte — in der Hand hat, die Kurse zu diktieren; das sind naturgemäß die möglichst niedrigsten.

Sieht man von den wenigen Privatleuten ab, die über diese sich gut Geschäft, insbesondere über die zu erwartende Dividende, vorzeitig unterrichtet sind, so tritt die Überlegenheit des erfahrenen Börsenmannes gegenüber der großen Masse des Publikums, das immer weiter Zuzug von „ahnungslosen" Anlegern erhält, deutlich zutage. Das kommt auch noch in anderer Beziehung zum Ausdruck. Der Börsenspekulant steht täglich im Markt, verfolgt die augenblicklichen Stimmungen, erhält die zahlreichen Nachrichten, die von irgend welchem Einfluß auf das Börsengeschäft sein können, aus erster Hand, und ist in der Lage, durch sofortiges Handeln jeden Vorteil wahrzunehmen. Das Publikum sieht erst am nächsten Tage, frühestens am Abend nach Schluß der Börse die fertigen Kurse im Kurszettel, weiß nicht, wie jene Kurse zustande gekommen sind, ob infolge von Deckungs- oder Meinungskäufen oder Abgaben, kennt nicht die Umsätze, erfährt nicht, welche Personen den Kurs gemacht haben und erhält in der Regel alle Nachrichten um einen Tag zu spät[1]. Daher die häufige Beobachtung, daß Ereignisse, wenn sie in der Öffentlichkeit bekannt werden, bereits im Kurse eskomptiert sind. Den großen Vorsprung, den der im Markt stehende Spekulant vor dem Publikum hat, ersieht man auch daraus, daß er die aus der Tendenz entstehenden Kursschwankungen zu kleinen Gewinnen [illegible], die [illegible] plötzlich hereinbrechende Nachrichten auslösen, noch schnell zu Verkäufen seinerseits benutzen kann.

Allerdings ist hierbei nicht zu übersehen, daß der dem [illegible] Börsentreiben Fernstehende, mit ruhiger Überlegung, [illegible] und nicht leicht läßt sich von unkontrollierbaren Gerüchten zum Handeln verleiten zu lassen. Der Spekulant an der Börse bekommt die Mitteilungen meist in knappen Andeutungen, [illegible]

[1] Seit einiger Zeit gibt Bruno Buchwald eine Korrespondenz heraus, die [illegible]

[illegible] Gerüchten, während später in der Presse den Nachrichten schon allerhand Kommentare beigegeben sind. Man beobachtet deshalb, daß die Nachrichten mit größerer Wucht auf den Geist des Spekulanten wirken, weil er nicht im Augenblick alle Kombinationen berücksichtigen, nicht das Für und Wider ihres Einflusses auf das Börsengeschäft genau abschätzen kann. Noch mehr machen sich diese psychologischen Umstände bei seinem Handeln an der Börse bemerkbar. Der noch so kaltblütige Spekulant bleibt selten ruhig, wenn ein Papier, das er besitzt, im Kurse steigt. Der sich vor seinen Augen aufhäufende Gewinn reizt ihn leicht dazu, jetzt zu verkaufen, obwohl er vielleicht genau weiß, daß der Kurs noch weiter steigen wird. Die Aufregung hat ihn so erfaßt, daß er nur an die Sicherstellung der Gewinne denkt und mit einigen kurzen Abschlußworten seine großen Kombinationen und Spekulationen, die er vielleicht auf lange Zeit hinaus gemacht hat, plötzlich über den Haufen wirft. Das Publikum, das abends die toten Zahlen der Kurse sieht, ist dagegen in seinen Entschließungen viel schwerfälliger. Es stößt seinen Entschluß, falls es diesen überhaupt selbständig faßt, zehnmal wieder um, bis es am anderen Tag seinem Banker den Auftrag wirklich übermittelt.

Es ist genügend bekannt, daß diese „Unterlegenheit" des Publikums von jeher Gegenstand lebhafter Auseinandersetzungen und auch gesetzgeberischer Maßnahmen gewesen ist. Die Fortbildung des unerfahrenen Publikums, „Schutz der Schwachen" ist das Losungswort der Streiter im Kampfe um die Börse geworden. Das deutsche Börsengesetz von 1896 versucht dies bekanntlich durch das Verbot des Terminhandels gerade in den Aktien zu erreichen, die am lebhaftesten von der Spekulation bevorzugt werden, den Anteilen der Bergwerks- und Industriegesellschaften, und durch die Einrichtung des Börsenregisters, von dessen Benutzung die Rechtsgültigkeit der abgeschlossenen Termingeschäfte abhängig gemacht wird. Die Erfahrung hat aber gelehrt, daß die gewünschte Wirkung nicht in vollem Umfange eingetreten ist und im wesentlichen nur eine Verschiebung in der Benutzung der Spekulationsformen stattgefunden hat. Die Börsengesetznovelle vom Jahre 1908 erkennt dies an, indem sie das Terminhandelsverbot in den oben bezeichneten Anteilen wieder aufhebt und auch die Terminspekulationsfähigkeit nur noch von der Eintragung im Handelsregister und dem Beruf der Spekulanten abhängig macht.

Ein anderes Mittel, das Publikum vor leichtsinniger Beteiligung am Börsenspiel zu schützen, ist seit langem und von vielen Seiten

empfohlen: Aufklärung über die Börsenverhältnisse. Auch hierzu hat es an Versuchen nicht gefehlt; sie sind jedoch überwiegend als durchaus unzulänglich zu bezeichnen. Das spekulierende Publikum will nicht wissen, wie die rechtliche oder wirtschaftliche Organisation der Börse ist, welches der Unterschied zwischen Termin- und Kassageschäft ist usw., sondern es will volle Klarheit über die gesamten Vorgänge an der Börse und bei der Preisbildung haben. Wie der „Plutus"-Herausgeber an einer Stelle mit Recht einmal hervorhob, eine ebenso dankenswerte wie ausgezeichnete Aufgabe des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes! Es mag vielleicht merkwürdig klingen, wenn es dort heißt, daß dies nicht nur in Form von unzähligen Flugschriften, sondern auch durch von Ort zu Ort ziehende Wanderredner geschehen soll; aber es ist richtig, nur so darf eine Aufklärung beschaffen sein, die wirklich ihren Zweck erreichen soll. —

Die vielumstrittene Frage nach der Einwirkung der Beteiligung des Publikums auf die Preisbildung ist ebenfalls noch zurückzustellen, bis die übrigen Preisbildungsfaktoren zur Darstellung gelangt sind.

2. Die Kapitalisten.

Hierunter sind die Personen zu verstehen, die Aktien zur dauernden Anlage aufkaufen, um dadurch eine über den Durchschnitt der festverzinslichen Anlagen hinausgehende Verzinsung ihres Kapitals zu erzielen. An dem Hin und Her der Kurse haben sie kein Interesse. Im Gegenteil bilden fortwährende Kursschwankungen für sie nur eine Quelle dauernder Beunruhigungen. Sie haben deshalb eine Vorliebe für solche Papiere, deren Erträgnisse möglichst stabil sind, und bei denen die Kursschwankungen begrenzt sind. Naturgemäß ziehen sie solche Anlagen vor, die ihnen neben der guten Verzinsung auch noch die Aussichten einer Kurssteigerung bieten. Dadurch nähern sie sich zwar schon den Spekulanten, obwohl sie immer noch den ungeheueren Vorzug vor den meisten von diesen besitzen, daß sie die Papiere mit eigenem Gelde gekauft haben. So schwer sie sich zum Ankauf von diesem oder jenem Papier entschließen, ebenso schwer sind sie auch zu einem Wechsel ihrer Anlagen zu bewegen. Doch läßt sich beobachten, daß in Zeiten hochgetriebener Kurse — als Folge einer guten allgemeinen Wirtschaftslage oder als Folge besonderer Umstände in den Verhältnissen einzelner Gesellschaften — auch Material aus diesen „festen Händen" an den Markt kommt, um die Kursgewinne sicher zu stellen. Andererseits ist ebenso gewiß, daß in

ihren Händen die Aktien der Industriegesellschaften jahrelang verbleiben, obwohl deren Wert und Preis inzwischen beträchtliche Veränderungen durchgemacht haben können.

Darin liegt eben der große Vorteil, den diese Kapitalistenkreise für den Markt der einzelnen Papiere und ihre Preisbildung haben. Sie können an ihrem Besitz festhalten, wenn sie sehen, daß die kursmäßige Entwertung nicht in den tatsächlichen Verhältnissen ihrer Papiere begründet liegt, sondern durch börsentechnische und kreditwirtschaftliche Gründe[1] hervorgerufen wird. An ihnen bricht sich zuletzt die Macht einer noch so starken Baissespekulation; denn solange es dieser nicht gelingt, die Besitzer der wirklichen Stücke zur Veräußerung ihrer Aktien zu bewegen, muß die Baissespekulation zuguterletzt ergebnislos verlaufen. Von dem Umfang der jeweils im festen Besitz befindlichen Aktien eines Unternehmens hängt daher zu einem wesentlichen Teil alle Preisbildung überhaupt ab.

Aber auch für die Banken sind diese Kreise am wertvollsten. So ist der Erfolg bei der Ausgabe der Aktien[2] ebenfalls davon abhängig, ob die Aktien sofort in festen Besitz übergehen, oder ob sie sich in den Händen von Spekulanten befinden, aus denen sie jeden Augenblick wieder an die Banken zurückgelangen können. Zur Heranziehung dieses Kapitalistenpublikums wenden die Banken alle möglichen Mittel an, u. a. auch das, auf wirkliche und als dauernd beabsichtigte Anlagen besondere Vergütungen zu gewähren, die an die Banken zurückzuzahlen sind, wenn die Papiere vor Ablauf einer bestimmten Frist wieder veräußert werden.

In dem großen Kreise dieses Aktionärpublikums lassen sich jedoch eine Menge Zwischenstufen feststellen, so daß die Scheidung in „feste Hände“ und Spekulation durchaus nicht immer rein durchzuführen ist. Es gibt zahlreiche Leute, die große Beträge an Aktien industrieller Unternehmungen fest besitzen, und daneben aber auch durch Spekulationen in ihren eigenen oder anderen Papieren die wechselnden Konjunkturen an der Börse ausnutzen wollen. Hierher gehört ein großer Teil der Aufsichtsräte, Bankers, Rentner, alles Personen, die als Großaktionäre häufig einen entscheidenden Einfluß auf die Kursbewegung einzelner Papiere auszuüben in der Lage sind. Auf diese spekulierenden Kapitalisten findet denn auch das oben über die nicht berufsmäßige Spekulation in ihrer Gliederung nach Industriellen und Privatpublikum Gesagte entsprechende Anwendung. Es sei hier nur noch hervorgehoben, daß sie es sind,

[1] Vergl. die folgenden Kapitel.

[2] Vergl. S. 40.

die durch ihre stets wachsende Zahl immer mehr den Schwerpunkt der Spekulation von den Berufsspekulanten nach dem im weitesten Sinne gefaßten „Publikum“ hinüberziehen.

Überhaupt ist die ständige Verbreiterung der Kapitalistenklasse, die sich als Folge der glänzenden Wirtschaftsentwicklung des Deutschen Reiches feststellen läßt, von nicht geringem Einfluß auf die Veränderungen im Börsengeschäft gewesen. Nicht nur, daß die Unterbringung von neuen Wertpapieren, Anleihen wie Aktien — trotz riesiger Zunahme in den letzten Jahren — verhältnismäßig leichter und glatter vonstatten ging und dadurch gleichzeitig eine Verbreiterung des gesamten Börsenverkehrs herbeigeführt wurde, sondern auch das Verhältnis zur Spekulation mußte durch die Ausdehnung und Stärkung des Kreises der Kapitalisten aufs nachhaltigste berührt werden. So stand im großen und ganzen früher einer ebenso zahlreichen wie unternehmungslustigen und kapital- bzw. kreditfähigen Berufsspekulation, die — wohl zu beachten — ein Interesse an möglichst großen Kursschwankungen hatte, ein immerhin nur beschränkter Kreis von Kapitalisten gegenüber, der für die ebenfalls nur in geringerem Maße vorhandenen Aktien als Käufer in Frage kam. Hieraus wird auch die früher häufig zu machende Wahrnehmung erklärlich, daß die Spekulation oder gewisse Börsenkliquen ohne Schwierigkeit die gesamte Börsenentwicklung für längere oder kürzere Zeit in ihren Bann zu schlagen vermochten, daß zeitweilig die riesigen Summen spekulativer Engagements den Markt erdrückten, und daß das Kapital in dem Kampfe um die Preisentwicklung meist den Kürzeren zog. Das ist alles heute nicht mehr in diesem Maße möglich, wobei freilich zu berücksichtigen ist, daß die Berufsspekulation auch noch aus anderen Gründen zusammengeschmolzen ist; das unberechenbare Eingreifen des Kapitals und die Ungewißheit, in welchem Umfang und in welcher Stärke es sich dem Börsengeschäft zuwendet, erschwert die Spekulation in hohem Maße.

Das sonst im allgemeinen mit Kapitalisten bezeichnete Publikum hat dagegen noch eine andere Bedeutung für die Preisbildung. Da ihnen meist die genaue Kenntnis der Lage des Kapitalmarktes und der Wirtschaftslage, sowie deren Entwicklung, noch mehr die Kenntnis der inneren Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften fehlt, so sind sie fast ganz auf den Rat sachkundiger Personen angewiesen. Der raterteilende Banker hat daher weitgehenden Einfluß auf die Entschließungen des Publikums, besonders desjenigen Teils, dem es an wirtschaftlichen Kenntnissen überhaupt mangelt, wie beispielsweise Frauen, kleinen Leuten usw. Auf diese Weise können mit

Leichtigkeit solche Papiere im Publikum untergebracht werden, an denen der raterteilende Banker interessiert ist. Sei es, daß er sich seines Besitzes ohne Aufsehen entledigen will, oder daß er für den Verkauf der betreffenden Papiere von seiten anderer Interessenten Bonifikationen erhält. Daß hierbei dem kaufenden Publikum nicht immer Schaden zu erwachsen braucht, ist klar; aber es können so manche Werte abgestoßen werden, die an der Börse nur schwer gehen oder sogar nicht im Börsenhandel zugelassen sind. Andererseits lehrt auch die Geschichte der Aktienemissionen, daß das Publikum an solchen empfohlenen Papieren, die sich nachher als schlecht herausgestellt haben, beträchtliche Verluste erlitten hat.

In diese Verhältnisse hat — zweifellos mit gutem Erfolge — die Börsengesetzgebung eingegriffen, die Strafvorschriften über Verleitung zum Börsenspiel und wissentlich falsche Empfehlungen, sowie genaue Bestimmungen über die Einführung und Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel enthält. Aber auch hierüber hinaus läßt sich täglich die Beobachtung machen, daß sowohl das Kapitalisten- wie das spekulierende Publikum gegenüber den Börsenvorgängen im großen und ganzen kritischer geworden ist und auch der Preisbildung nicht mehr ganz so fremd wie früher gegenübersteht. Insofern haben doch die riesigen Verluste, die es aus den Börsenkrisen der früheren Jahre, sowie die Schädigungen, die es aus den Veruntreuungen einzelner Bankers erlitten hat, heilsam gewirkt. Zu einem nicht geringen Teil ist diese Aufklärung auch auf die Tätigkeit der Presse zurückzuführen, die in ihrem besseren Teil immer wieder auf die Gefahren einer blinden und unüberlegten Beteiligung des Publikums am Börsengeschäft hingewiesen und vor allem zutage getretene Mißstände in breitester Öffentlichkeit behandelt hat.

3. Die Banken und Bankers am Börsenplatz.

Unter den Geschäften, die die deutschen Banken und Bankers, vor allem die an einem Börsenplatz ansässigen, betreiben, nimmt das Wertpapiergeschäft einen breiten Raum ein. Die Banken befassen sich berufsmäßig mit der Schaffung und Ausgabe von Wertpapieren, beteiligen sich in umfangreichem Maße für eigene wie für fremde Rechnung an dem börsenmäßigen Handel mit ihnen und sind endlich die hauptsächlich in Betracht kommenden Geld- und Kreditgeber für die Spekulation in Wertpapieren. Aus dieser Vereinigung verschiedener Geschäftszweige in einer Hand ergeben sich ebenso zahlreiche wie wirkungsvolle Beziehungen zur Börse im allgemeinen und zur Preisbildung der Papiere im besonderen.

a) Was zunächst die Hervorbringung von Wertpapieren anlangt, so zeigen sich gleich bei der Ausgabe neuer Aktien[1] beachtenswerte Zusammenhänge zwischen den ausgebenden Banken und der Börse[2]. An dieser Stelle soll hierbei weniger der zu den Vorbereitungen gehörenden Beeinflussung der allgemeinen Börsenstimmung gedacht werden, als da ist: bereitwilliges Angebot von Geld zu Leihzwecken, Ermäßigung der Marktzinssätze für Darlehen, Unterdrückung etwa aufkommender Verkaufslust und Erzeugung neuer Kauflust durch ostentatives Aufkaufen bestimmter Wertpapiere von seiten der die Emission beabsichtigenden Banken. Vielmehr sind im folgenden nur die Vorgänge selbst, wie sie sich bei der ersten Preisbildung neuer Aktien abspielen, darzulegen.

Bekanntlich ist die Ausgabe größerer Mengen von Wertpapieren, Anleihen wie Aktien, und ihre Unterbringung in weiteren Kreisen des Kapitalistenpublikums nur dadurch so verhältnismäßig leicht und glatt möglich, daß ihre Zulassung zum Handel an der Börse bewirkt wird. Das bedeutet für sie die Herstellung eines breiten Marktes, auf dem die Möglichkeit steten An- und Verkaufs in hohem Maße gegeben ist. Der Vorzug der jederzeitigen Realisierbarkeit veranlaßt das anlagesuchende Kapital, sich diesen Anlagen vorzugsweise zuzuwenden, zumal deren Güte bis zu einem gewissen Grade

---

[1] Das Emissionsgeschäft der Banken hat in der Literatur eingehende Bearbeitung gefunden; so bei E. Struck, Die Effektenbörse, 1881; R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und Gesetzgebung, 1883; W. Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts, 1890; C. Sattler, Die Effektenbanken, 1890 u. a. m. Jedoch erscheint in allen diesen Schriften die Preisbildung neuer Papiere zumeist in anderem Zusammenhang, sowie an vielen Stellen verstreut, und ferner ist nunmehr seit dem Erscheinen dieser Werke eine stattliche Reihe von Jahren verstrichen, in welcher Zeit doch die Entwicklung des Bank- und Börsenwesens eine in vieler Beziehung recht bedeutsame gewesen ist. — Eine die neueren Verhältnisse berücksichtigende Abhandlung von E. Schmalenbach, Die Methoden der Emissionstechnik (Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, Jahrg. 1907/08, S. 81 ff.) ist mir leider erst nach Fertigstellung des Satzes zu Gesicht gekommen. Sie konnte daher in den im Text gegebenen Ausführungen nicht mehr berücksichtigt werden, doch stimmen ihre Ergebnisse, soweit sie auf die vorliegende Frage Bezug haben, mit dem oben Gesagten im großen und ganzen überein.

[2] Über das Verhältnis des Übernahmekurses zum Ausgabekurs und damit über die Beziehungen der Banken zu den Industriegesellschaften, denen durch die Ausgabe neuer oder junger Aktien Kapital zugeführt wird, vergl. auch Georg Wermert, Über einige Mißbräuche bei Emissionen. (Annalen des Deutschen Reichs 1907, S. 401 ff.) Doch sind diese Ausführungen mit einer gewissen Vorsicht zu benutzen; insonderheit geht die dort über die Banken gefällte ungünstige Kritik weit über das berechtigte Maß hinaus.

auch von den Börsenkreisen fortlaufend kontrolliert zu werden pflegt. Die allgemeine Marktgängigkeit führt aber auch dazu, daß die Beteiligung an der Übernahme neuer Papiere nicht nur auf das wirklich eine dauernde Anlage suchende Kapital beschränkt bleibt, sondern auch solche Personen angelockt werden, die die an den Markt kommenden Papiere nur für kurze Zeit aufnehmen, um sie bald wieder mit Gewinn abzustoßen[1]. Naturgemäß wird durch die letzteren Personen, die sog. Konzertzeichner, der Kreis der Interessenten für neue Papiere mit einem Schlage ganz bedeutend erweitert. Und wenn sich auch die Banken bei jeder neuen Ausgabe von Aktien nach Kräften bemühen, die wirklichen Kapitalisten zu den Zeichnungen heranzuziehen, so können sie doch niemals ganz die Beteiligung spekulativer Zeichner verhindern. Meistens wollen sie es auch gar nicht; denn in der Regel entscheidet die Beteiligung der Konzertzeichner über den äußeren Erfolg der Zeichnung, insofern nämlich durch sie „die zehn-, fünfzig- und hundertmalige" Überzeichnung zustande kommt.

Welchen Wert man diesen starken Überzeichnungen hinsichtlich der sofortigen, wirklichen Unterbringung der Aktien beizumessen hat, ist hinlänglich bekannt. Wichtiger und für die Zwecke der vorliegenden Arbeit von größerem Interesse ist aber die Bedeutung, die der äußere Zeichnungserfolg für die später erfolgende Bildung des ersten Kurses bei der Einführung der Aktien in den Börsenhandel hat. Um dies zu erkennen, muß man sich kurz den Zeichnungsvorgang, wie er sich in Wirklichkeit bei Aktien abspielt, vergegenwärtigen.

---

[1] Früher und besonders in England war es üblich, die Gewinnchance dadurch zum Ausdruck kommen zu lassen, daß bereits vor der Zuteilung auf Betreiben der beteiligten Emissionsfirmen an der Börse ein Handel in den neuen Papieren stattfand und zwar zu einem Kurse, der den in Aussicht genommenen Zeichnungspreis um einiges überragte. Dieses Mittel, das spekulative Interesse für die neuen Papiere zu erhöhen, ist in der heutigen Emissionspraxis nicht mehr gebräuchlich. Wenn heute, was nicht selten vorkommt, kurz vor der Einführung neuer Papiere ein Handel in ihnen und zwar „per Erscheinen" zu beobachten ist, so sind daran weniger die Emissionsfirmen schuld, als die berufsmäßigen Spekulanten, die ihre „Meinung" darin zum Ausdruck bringen. Allerdings läßt sich hierbei ein Eingreifen der Emissionsfirmen nicht immer vermeiden; aber die Motive sind doch im ganzen andere als die der Emittenten früherer Zeiten, wo es sich in der Regel darum handelte, nicht ganz einwandfreie Papiere unterzubringen. Vergl. E. Struck a. a. O., Seite 64 ff., R. Ehrenberg a. a. O., Seite 186; auch C. Sattler a. a. O., Seite 62, stellt die Anwendung dieses Mittels von seiten der Emittenten für die damalige Zeit (1889) noch fest.

Als Zeichner kommen zunächst in Betracht die der Gesellschaft nahestehenden Personen, wie die Vorbesitzer und deren Anhang, die Direktoren und Aufsichtsräte usw., jedenfalls solche Personen, die die finanzielle Lage des Unternehmens am genauesten beurteilen können. Sie wissen, wie die Bilanzierung der Vermögensstücke vorgenommen worden ist, ob die im Ausgabejahr ausgeschüttete Dividende, — nach der bekanntlich der Zeichnungspreis bemessen wird, — eine regelrechte ist oder ob sie durch außerordentliche Anspannung der Leistungsfähigkeit, durch besondere Ereignisse in dem betreffenden Jahr oder auch durch besondere Buchungsmethoden künstlich herausgearbeitet worden ist. Sie haben also in der Regel ein richtiges Urteil über die Weiterentwicklung des Unternehmens; kurzum sie können mit einer gewissen Sicherheit die Gewinnaussichten, die in der nächsten oder späteren Kursentwicklung der Aktien liegen, erkennen. In ähnlicher Lage befinden sich ferner die leitenden Personen der Banken, die die Ausgabe der Aktien betreiben. Jedenfalls ist diese Gruppe der Zeichner von vornherein in der Lage, sich genau darüber klar zu werden, ob sie die gezeichneten Aktien zur dauernden Anlage erwerben, oder ob sie sie mit einem zu erwartenden Gewinn sofort oder nach Ablauf einer gewissen Zeit wieder verkaufen will.

An einen baldigen Verkauf mit Gewinn denkt die große Masse der Konzertzeichner, die sich aus den Bankangestellten, einem großen Teil der in Beziehung zu den ausgebenden Banken stehenden Bankers, dem von diesen beeinflußten spekulativen Publikum, sowie endlich aus der berufsmäßigen Spekulation zusammensetzt. Obgleich auch sie im allgemeinen — mehr wohl vom Hörensagen — über die Verhältnisse der neuen Gesellschaft unterrichtet sind, so ist doch ihre Haltung in der Frage, ob sie sofort zum ersten Kurs oder später verkaufen sollen, mehr oder weniger schwankend. Von dem Bestreben geleitet, bei ihrem Verkaufe in möglichst kürzester Zeit den möglichst höchsten Kurs zu erzielen, warten sie vielfach die ersten Tage der offiziellen Kursnotierung an der Börse ab, um zunächst einmal zu sehen, wie der Hase läuft. Die letzte Gruppe der an der Zeichnung Beteiligten, das für sein Kapital ernstlich anlagesuchende Publikum, ist dagegen in der Regel „ahnungslos“ und verläßt sich in seinem Tun zumeist auf den Rat seines Bankers und — in neuester Zeit immer mehr — auf die Namen der die Zeichnung veranstaltenden Banken. Für die Feststellung des ersten Kurses der neuen Aktien ist aber von großer Bedeutung, ob diese Kreise auch nach erfolgter Zeichnung noch gewillt sind, Aktien an der Börse zu erstehen oder nicht.

Obwohl die Banken selbst das größte Interesse daran haben, das Anlagekapital bei der Zuteilung der neuen Aktien in erster Linie zu berücksichtigen, so bringt doch die Schwierigkeit, dieses immer genau aus den Zeichnungsanmeldungen herauszufinden, sowie die Bevorzugung gewisser Personen bei der Zuteilung, noch mehr aber die willkürliche Begrenzung des zur Verteilung kommenden Aktienmaterials es regelmäßig mit sich, daß — und zwar nach dem Grade der jeweiligen Überzeichnung — sowohl die „seriösen" Zeichner wie auch besonders die Konzertzeichner nur wenige Prozente ihrer zur Zeichnung angemeldeten Summen zugeteilt erhalten. Je ungünstiger aber für sie die Zuteilung verläuft, um so mehr besteht bei den Kapitalisten die Neigung, für den ausgefallenen Betrag die Aktien hinterher an der Börse zu kaufen, zu welchem Zwecke sie Aufträge zum ersten Kurse zu geben pflegen. Gleichzeitig wirkt die Größe des Zeichnungserfolges, der sofort in alle Zeitungen übergeht und an der Börse lebhaft besprochen wird, anregend auch auf die ein, die vorher zur Zeichnung nicht den rechten Mut fanden und nun bei einer zwanzig- bis hundertmaligen Überzeichnung plötzlich von einer günstigen Weiterentwicklung sowohl des Unternehmens wie des Kurses seiner Aktien überzeugt sind. Ein günstiges Zeichnungsergebnis verfehlt aber auch nicht seine Wirkung auf die, die bei der Zeichnung einige Stücke erhalten haben und sich von vornherein mit der Absicht trugen, diese sofort wieder zu veräußern. Selbst ein Konzertzeichner vom reinsten Wasser wird dann im Augenblick unschlüssig, ob er sofort zum ersten Kurs verkaufen oder die Aktien noch einige Zeit behalten soll. Jedenfalls steht soviel fest, daß der äußere Zeichnungserfolg in hohem Maße auf die Entschlüsse der Zeichner einwirkt, und zwar in der Weise, daß, je größer die Überzeichnung ist, umsomehr eine Zurückhaltung der Verkäufer und eine Stärkung der Kauflust zu erwarten ist. Weniger sind dagegen die eingeweihten Personen den stimulierenden Einflüssen des Zeichnungsergebnisses ausgesetzt, da sie auch leicht den qualitativen Erfolg der Zeichnung zu beurteilen vermögen. Von ihnen stammt daher in der Regel das Angebot der neuen Aktien, wenn ein solches zum ersten Kurse vorliegt.

Wird auf diese Weise durch den Zeichnungserfolg die Nachfrage nach dem neuen Papiere — auf die naturgemäß auch die jeweilige allgemeine Börsenstimmung von Einfluß ist —, gesteigert, so bleibt es im großen und ganzen, abgesehen von den konsequenten Konzertzeichnern, den Emissionsfirmen vorbehalten, das zum ersten Kurse verlangte Material zu geben. Mit den aus der Zeichnung

zurückgehaltenen Aktien haben die Firmen es dann mehr oder weniger in der Hand, den ersten Kurs nach ihrem Belieben festzustellen. Denn ob sie die verlangten 100000 Mk. oder 500000 Mk. zu 150% oder 170% abgeben wollen, hängt ganz von ihrem Willen ab, vorausgesetzt nur, daß nicht im Augenblick der Festsetzung des Kurses noch ein größeres Angebot herauskommt, — was jedoch höchst unwahrscheinlich ist —, und daß von seiten der Käufer keine limitierten Aufträge vorliegen. Gerade das letztere ist aber, trotz vielfacher Ermahnungen der Presse und manch übler Erfahrung, die das Publikum mit neuen Papieren selbst gemacht hat, merkwürdigerweise bei den Aufträgen zum ersten Kurs fast niemals der Fall, was jeweilig zu dem Eindruck verführt, als ob das Publikum auf neue Papiere geradezu versessen sei. Jedenfalls ist es unbestritten, daß die Emissionsfirmen den ersten Kurs „machen" und nichts steht der Annahme im Wege, daß sie, wenn sie wollen, den ersten Kurs nicht wesentlich höher als den Zeichnungspreis festsetzen lassen können. In Wirklichkeit wird aber im Gegenteil darüber fortlaufend Klage geführt, daß die Emissionsfirmen die unsinnigsten Kurssteigerungen begünstigen, indem sie in der Hergabe von Material zurückhaltend sind.

In der Tat lehrt die Geschichte der Emissionen, daß in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle der erste Kurs neuer Aktien nur unter beträchtlichen Erhöhungen zustande gekommen ist[1]. Nicht selten war sogar zu beobachten, daß eine Kursfeststellung an dem beabsichtigten Tage ganz unmöglich war bzw. vom Börsenvorstand infolge eines zu großen Mißverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage unterbunden worden war[2]. Unter Umständen schwächen

[1] Einige Beispiele aus der neueren Zeit sind:

Aktien der	Der Zeichnungspreis betrug: %	Der erste Kurs stellte sich auf: %	Der erste Kurs war also höher: %
Mathildenhütte	128	165	37
Brauerei Müser & Co. .	195	225	30
Chem. Fabrik Concordia	202	235	33
A. G. Arthur Koppel .	168	185	17
Sarotti Akt.-Ges. . . .	133	166	33
Brown, Boveri & Co. .	200	218	18
Schraubenfabrik Riehm	156	170	14

[2] Beispielsweise die Aktien der Elektrizitätsgesellschaft Union am 9. Januar 1899, des Eisenhüttenwerkes Rote Erde am 10. Januar 1899, der Brauerei Müser & Co. am 21. und 22. Juli 1899 und der Sarotti-Gesellschaft am 24. September 1905.

sich diese Übertreibungen ab, z. B. wenn die Zeichnung weniger Erfolg gehabt hat oder das Unternehmen noch nicht weiter bekannt geworden ist. Ja, es ist sogar auch schon der Fall eingetreten, daß der erste Kurs niedriger notiert wurde als der Zeichnungspreis[1], jedoch gehört dies zu den seltenen Ausnahmen. Wie für jede Preisbildung ist endlich auch für die Gestaltung des ersten Kurses neuer Aktien die jeweilige Börsen- und Wirtschaftslage von erheblicher Bedeutung. Bei günstigen Aussichten der Industrie und steigenden Kursen ist das Publikum eher geneigt, sich an der Übernahme von Aktien zu beteiligen als in Zeiten der Stockung. Deshalb auch die Gepflogenheit der Banken, die Ausgabegeschäfte nach Möglichkeit in die Zeiten lebhaften Geschäftsverkehrs an der Börse zu verlegen.

Die nachträgliche Begebung der aus der Zeichnung zurückbehaltenen Aktien zum ersten Kurs bedeutet für die Banken, — wenn der Kurs gegenüber dem Zeichnungspreis ein höherer ist, — naturgemäß beträchtlichen Gewinn. Es ist deshalb erklärlich, wenn die Banken auf diesem Wege weiter gehen und unter Umständen immer geringere Teile des in Frage kommenden Aktienkapitals an die Zeichner verteilen, mit der Absicht, den Rest zu höheren Kursen an der Börse zu veräußern. Diese Gepflogenheiten führen endlich dazu, auf den Zeichnungsmodus, der dadurch in vielen Fällen zur Farce wird, ganz zu verzichten und die Aktien unmittelbar in den Börsenhandel zu bringen. Zu diesem Zweck macht das Emissionshaus bekannt, daß es an einem bestimmten Tage die Aktien eines Unternehmens zu einem in Aussicht genommenen Kurse an der Börse „einzuführen“ beabsichtigt. Hierdurch hat es die Emissionsfirma in der Hand, eine „Überzeichnung“ der Aktien mit einer Erhöhung des ursprünglich in „Aussicht“ genommenen Einführungskurses zu beantworten, mit anderen Worten, den gesamten Erfolg der Emission zugunsten ihres Gewinnkontos zu verbuchen, was bei der Auflegung der Zeichnung zu einem im voraus fest bestimmten Preise nicht möglich ist. Die „Einführung“, wie dieser Modus der Begebung von neuen Papieren kurz genannt wird, hat denn auch heute die Zeichnung stark verdrängt, freilich nicht ohne den Emissionsfirmen den Vorwurf einzubringen, daß sie sich auf Kosten der von ihnen selbst entfachten Spekulationsleidenschaft des Publikums in verhältnismäßig hoher Weise bereichern. Ob das in allen Fällen zutrifft, mag dahingestellt bleiben; sicher aber ist, daß die Konzertzeichner, insonderheit die berufsmäßige Spekulation, bei diesem

[1] Beispielsweise die Aktien des Hasper Eisen- und Stahlwerkes, deren Zeichnungspreis 136% betrug, und deren „erster Kurs“ sich auf 125% stellte.

Verfahren ein viel größeres Risiko eingehen, weil keine unbedingte Veranlassung vorliegt, die Kurse nach der Einführung weiter steigen zu lassen. Wer aber die hohen Zwischengewinne einstreicht, die Banken oder die Spekulation, ist für die Allgemeinheit gleichgültig. Daß jedoch die Emissionshäuser nicht immer ihrem Gewinninteresse allein folgen, beweist ein Verhalten in allerjüngster Zeit, das durch folgende Bekanntmachung[1] illustriert wird:

„Wie bereits bekanntgegeben, war heute die Einführung von nom. 1 800 000 Mk. Aktien der Lüdenscheider Metallwerke vorm. Jul. Fischer u. Basse zu einem Kurse von ca. 125 % beabsichtigt. Die Aufträge liefen aber in einem derartigen Umfange ein, daß sie das gesamte Aktienkapital der Gesellschaft mehrfach überschritten und die Notierung nur unter Ausfall des größten Teils der limitierten Orders zu einem erheblich höheren Kurse als beabsichtigt hätte zustande kommen können. Da die Emissionshäuser dies vermieden sehen möchten, wird nunmehr der Betrag von nom. 1 000 000 Mk. zu einem Kurse von 125 % am 31. August zur Zeichnung aufgelegt."

Auch die oben besprochenen Vorgänge bei der Festsetzung des ersten Kurses (nach erfolgter Zuteilung der Aktien) bilden seit langem Gegenstand abfälliger Kritik. Nicht ganz mit Unrecht wird, besonders von seiten der Banken und der Finanzpresse, das „zügellos" spekulierende und darauflos kaufende Publikum für die Ausschreitungen verantwortlich gemacht. Hierbei wird jedoch vielfach übersehen, daß die Banken, unbekümmert um die Größe des zur Zeichnung bestimmten Betrages der Aktien im ganzen Lande Reklame machen und durch zahllose Zeichnungsstellen das Publikum zur Teilnahme an der Zeichnung zu gewinnen suchen. Unter heutigen Verhältnissen sind aber die Großkapitalisten einer einzigen Stadt meist in der Lage, die zwei oder drei Millionen Mark zu übernehmen, die bei den Zeichnungen neuer Aktien in Betracht kommen; deshalb kann es eigentlich gar nicht wunder nehmen, wenn die von zuständiger Seite empfohlenen Aktien stark überzeichnet werden und sich ferner auch nachher eine große Kauflust für die Aktien an der Börse bemerkbar macht. Man kann nicht umhin, den Banken einen weiteren Teil der Schuld auch deshalb zuzusprechen, weil sie dem Markte gewöhnlich nicht genügend Material zur Verfügung stellen, um eine bessere Regulierung des ersten Kurses zu ermöglichen. In richtiger Erkenntnis dieses

[1] „Berliner Tageblatt" vom 25. August 1909.

letzteren Übelstandes hat der Börsenvorstand schon zu verschiedenen Malen eine Streichung des ersten Kurses veranlaßt, um den Interessenten Gelegenheit zur nochmaligen Überprüfung ihrer Entschlüsse zu geben. Es ist auch wiederholt der Vorschlag aufgetaucht, die offizielle Notierung des ersten Kurses neuer Aktien erst dann zuzulassen, wenn die Banken einen genau bestimmten, vom Börsenvorstand festgesetzten Teil des gesamten zur Zeichnung aufgelegten Aktienkapitals vorher den Maklern zur Verfügung stellen[1]. Eine solche Vorschrift, gleichgültig, wie hoch dieser Betrag zu bemessen ist, läßt sich in der Praxis nur schwer oder gar nicht durchführen, da die Banken je nach Lage des einzelnen Falles (ausnahmsweise große Beteiligung wirklicher Anlagezeichner) verschieden große Beträge der Aktien für sich zurückhalten und ferner, heute mehr als früher, der Börsenumsatz gegenüber den Verrechnungen innerhalb des zu einem Ausgabegeschäft gehörenden Bankkonsortiums stark zurücktritt[2]. Allerdings gewinnt auf der anderen Seite wegen der Geschäfte abseits der Börse die Beeinflussung der Kurse an Bedeutung; denn je weniger Effektenmaterial die Emissionshäuser den Maklern zur Festsetzung des Kurses überlassen, um so größer ist die Aussicht erheblicher Steigerungen derselben und um so mehr und um zu so höheren Kursen können die Banken außerhalb der Börse abgeben. Wie gesagt, läßt sich aber hiergegen mit Vorschriften nicht viel erreichen. Vielmehr müssen sich die Bankleiter selbst bewußt bleiben, wie weit sie die durch die gesamte Wirtschaftsentwicklung in ihre Hände gespielte Macht zur Auffüllung ihrer Gewinnfonds ausnutzen dürfen.

Ein paar Worte sind noch über die auch bei der Zeichnung von Aktien mehr und mehr zur Anwendung kommende Sperre zu sagen. Auf das Für und Wider dieser Einrichtung ist hier weniger einzugehen[3], als auf ihre Bedeutung für die Preisbildung. Mit der Auferlegung einer Sperrverpflichtung beabsichtigen die Banken, das wirkliche Anlagekapital von den Konzertzeichnern zu sondern[4]. Durch die über den größten Teil der Aktien verhängte

[1] Der „Deutsche Ökonomist", Jahrgang 1888, S. 562, wollte diesen Betrag auf drei Vierteile des Zeichnungsbetrages festgesetzt wissen.

[2] Vergl. unten S. 57.

[3] Vergl. dazu die interessante Auseinandersetzung zwischen N. Müller und O. Warschauer im Bankarchiv vom Juli 1903; „Konzert- und Sperrzeichnungen" und „Die Emissionssperre".

[4] Ein anderes Mittel ist die Hinterlegung des vollen Barbetrages der gezeichneten Summe, wie es jetzt noch in der französischen Emissionspraxis gebräuchlich ist.

Sperre bleibt aber nur ein kleiner Teil sog. freier Stücke übrig, der zur Herstellung einer offiziellen Kursnotierung für den Börsenhandel benötigt wird. Es bedarf keiner großen Auseinandersetzung, daß mit diesem dem Handel zur Verfügung stehenden Teil der freien Stücke die oben hervorgehobenen Mißstände beim ersten Kurs nur noch vergrößert werden. Denn einer nach der Zeichnung auftretenden Nachfrage kann jeweils nur ein minimaler Betrag von Stücken gegenübergestellt werden, die noch dazu vorzugsweise in den Händen der den Banken oder der Gesellschaft nahestehenden Personen zu suchen sind. Die Kursfestsetzung und die Einheimsung eines mühelosen Gewinnes liegt deshalb bei einem kleinen Kreis interessierter Personen[1].

Aber auch hinsichtlich der erwarteten dauernden und wirklichen Unterbringung der Aktien durch die Sperrmaßregel ist durchaus nicht immer der volle Erfolg erzielt worden. Freilich bleiben die gesperrten Aktien zunächst dem Markte entzogen, woran selbst dadurch nicht viel geändert wird, daß von Zeit zu Zeit auch ein Handel in Sperrstücken entsteht. Jedoch nicht immer denken alle Sperrzeichner daran, die erhaltenen Aktien als feste Kapitalanlage zu betrachten. Es gibt vielmehr auch solche, die aus spekulativen Gründen zeichnen. Sie gehen dabei von der Voraussetzung aus, daß der nach Ablauf der Sperrfrist — auf deren vorzeitige Aufhebung sie vielleicht auch hoffen — notierte Kurs ihnen immer noch einen über den Betrag der bis dahin aufgelaufenen Zinsen hinausgehenden Gewinn bringen wird. In der Tat läßt sich in der Kursentwicklung neuer Papiere häufig verfolgen, wie plötzlich mit dem Ablauf der Sperrfrist ein großes Angebot solcher bis dahin aufgeschobener Spekulationszeichnungen an den Markt kommt, dessen preisdrückende Wirkung aber um so größer sein kann, weil inzwischen ein allgemeines Interesse nicht mehr für das Papier vorhanden zu sein pflegt. Es bleibt dann den interessierten Banken nichts weiter übrig, als selbst einzugreifen, womit also ihre Interventionstätigkeit nur um einige Zeit, eben für die Dauer der Sperre, hinausgeschoben war.

Verhängnisvoll kann endlich die Sperre den Zeichnern werden, wenn sie einen Konjunkturwechsel überdauert, d. h. wenn sie, wie gewöhnlich der Fall, in Zeiten der Hochkonjunktur übernommen worden ist und inzwischen die gesamte Börsenbewegung im Hin-

[1] Von vielen Seiten wird ein Verbot der Sperre befürwortet. Die Sachverständigenkommission der Börsen-Enquete vom Jahre 1894 hat sich jedoch gegen dieses Verbot ausgesprochen.

blick auf eine zukünftige Verschlechterung der industriellen Lage nach unten gerichtet ist. In einem solchen Falle müssen die Besitzer von Sperrstücken die fortschreitende Entwertung ihrer Aktien ruhig mitansehen; ein Verkauf, um sich noch rechtzeitig vor Schaden zu bewahren, ist ihnen abgeschnitten[1]. Kommt aber endlich der letzte Tag der Sperre heran, dann bleibt ihnen vielfach nichts anderes übrig, als auf einen Verkauf überhaupt zu verzichten, weil inzwischen der Verlust, der auf den Aktien ruht, zu groß geworden ist. Andererseits genügt bei einer solchen Börsenverfassung schon ein geringes Angebot, um die rückläufige Bewegung des Kurses sofort zu verstärken. Da nun aber die meisten neuen Aktien in Zeiten der Hochkonjunktur zur Ausgabe gelangen und sich diese Geschäfte gerade im Höhepunkt der Entwicklung zu häufen pflegen, sind in Wirklichkeit die Verluste, die das Publikum an neuen Werten und solchen mit Sperrverpflichtung erlitten hat, von jeher besonders große gewesen.

Beispielsweise[2] sind im Jahre 1906 nicht weniger als 47 neue Aktien an der Berliner Börse zur Einführung gelangt. Von diesen hatten bis Mitte März 1907 39 — also über 80 % — recht beträchtliche Kurseinbußen gegen den ersten Kurs zu verzeichnen, wobei zu berücksichtigen ist, daß nach dem ersten Kurs zunächst noch erhebliche Kurssteigerungen eingetreten waren. Bei 23 Papieren betrug der Kursrückgang nicht weniger als 20 % bis 70 %[3].

---

[1] Es ist deshalb der Ansicht Müllers in dem oben (S. 47) erwähnten Artikel (Bankarchiv Juli 1903) nicht beizupflichten, daß Sperrstücke dieselbe Bedeutung für den Markt haben, wie Stücke in Händen seriöser Besitzer. Im allgemeinen besitzen beide die Eigenschaft, die man in der Börsensprache als in festen Händen befindlich bezeichnet. Aber es ist doch ein Unterschied, ob die Stücke nach freiem Ermessen als feste Kapitalanlage betrachtet werden oder auf Grund einer übernommenen Sperrverpflichtung. Denn der seriöse Besitzer kann sich jeden Augenblick, wenn es die Kursbewegung des Papieres erfordert oder wünschenswert erscheinen läßt, von seinem Besitz trennen. Er tut dies auch des öfteren, in Zeiten hochgetriebener Kurse läßt sich beobachten, wie Material aus diesen Kreisen an den Markt kommt, um etwaige Gewinne sicherzustellen. Der Besitzer von Sperrstücken scheidet unter allen Umständen — so entspricht es wenigstens dem Wesen der Sperre — von der Preisbildung aus.

[2] Nach einer Zusammenstellung des „Berliner Tageblattes“ vom 26. Aug. 1907.

[3] Ein lehrreiches Beispiel für die Kursentwicklung neuer Papiere aus der Zeit der Hochkonjunktur ist die Aktie der Maschinenfabrik Kirchner & Co., Leipzig. Die Aktien wurden im Jahre 1899 zu 202½ % ausgegeben. Der erste Kurs an der Börse stellte sich auf 225 %. Im September 1899 erreichte er den Höchststand von 280 %. In dem Jahre, in dem die Aktien eingeführt wurden, betrug die Dividende 22 %, im Vorjahr dagegen nur

Im Zusammenhang mit der Preisbildung in neuen Aktien sind einige Bemerkungen über die berufsmäßige Spekulation, von der jetzt nur noch die kleine in Frage kommt, am Platze. Indirekt wirkt auch sie, wie alle Zeichner, durch die Beeinflussung des Zeichnungsergebnisses auf die Feststellung des ersten Kurses insofern ein, als, wie oben gezeigt, Rückwirkungen von der Größe des Zeichnungserfolges auf die Käufer und Verkäufer ausgehen. Hierüber hinaus lassen sich ihrer Tätigkeit kaum noch gute Seiten abgewinnen. Denn von einer Prüfung der Projekte, wie sie vielleicht in früherer Zeit bei der Unerfahrenheit des Publikums in Betracht kam, kann heute im Ernst nicht mehr die Rede sein, und noch viel weniger trifft für diese Spekulanten die der Spekulation im allgemeinen nachgerühmte „Verdauungstätigkeit" zu, die sie für den Markt übernehmen soll, da einerseits ihre Kapitalkraft nur gering ist, und andererseits das spekulierende Publikum im Verein mit den Banken, die ein natürliches Reservoir für gefragte und augenblicklich nicht unterzubringende Aktien geworden sind, diese Rolle übernommen haben. Mit der geistigen Tätigkeit, die die Spekulation, die berufsmäßige sowie die nichtberufsmäßige, bei ihrer Beteiligung an den Emissionen entfaltet, ist es auch nicht weit her: die durch so und so viel Beispiele erhärtete Erfahrungstatsache, daß die Emissionsfirmen zur Wahrung ihres Emissionskredits es vermeiden, den ersten Kurs unter den Zeichnungspreis sinken zu lassen, bildet die einfache Überlegung dieser Spekulanten. Ein ebenso sicheres als lohnendes Geschäft — wenn nicht die Banken fortwährend über Maßnahmen[1] nachdächten, um es den Konzert-

14%. Das Geschäftsjahr 1900 schloß mit einem Verlust von etwa 500000 Mk. ab. Daraufhin sank der Kurs bis auf 190%. Inzwischen hatte sich der Vorbesitzer bereit erklärt (vergl. „Deutscher Ökonomist" vom 26. Januar 1900), zur Deckung des Verlustes 500000 Mk. seiner Aktien vernichten zu wollen.

[1] Das außerordentliche Wachstum der Berliner Großbanken setzt diese in den Stand, bei der Ausgabe von neuen Papieren, in erster Linie wohl Anleihen und Obligationen, ganz auf den Börsenapparat zu verzichten und vor allem die Konzertzeichner abzuschrecken. Mittels Rundschreiben an die eigene zahlreiche, in den Depositenkassen, Filialen und Konzernbanken vorhandene Kundschaft wird das Erscheinen eines neuen Papieres angekündigt und Beträge davon zu einem bestimmten Kurse angeboten. Dadurch, daß eine Einführung an der Börse, wenn auch in der Regel erst für einen weit hinausliegenden Termin, zu einem etwas höheren als dem Überlassungspreis in Aussicht gestellt wird, wird dem anlagesuchenden Kapital eine kleine Prämie für die Erstehung der Papiere gewährt. Mit diesem Verfahren nähern sich die Berliner Großbanken den französischen Großbanken, die damit schon seit vielen Jahren gute Erfolge erzielt haben. Diesem Ausgabesystem kann man nur den einen

zeichnern zu verderben! Von ihrer Tätigkeit fällt daher in volkswirtschaftlicher Hinsicht nichts anderes ab, als daß sie den ernsthaften Kapitalisten Material bei der Zeichnung entziehen, es zum ersten Kurs verteuern und selbst infolge ihrer engen Fühlung mit dem Markte meist in der Lage sind, für ihren Verkauf den besten Kurs zu treffen.

Überblickt man die Preisbildung in neuen Aktien im ganzen, so läßt sich das Vorhandensein zahlreicher Erscheinungen, die man zum mindesten als ungünstig bezeichnen muß, nicht leugnen. Die hervorgehobenen Mängel werden sich auch wohl niemals ganz beseitigen lassen, so lange die Triebfeder der Beteiligung an der Ausgabe und Einführung von neuen Papieren hauptsächlich in dem Gewinninteresse zu suchen ist. Denn schließlich sind auch die Banken Unternehmungen, die nicht alle Erwerbsrücksichten zum Schaden ihrer Aktionäre zurückstellen, sondern ihre Geschäfte höchstens auf der Grundlage eines gesunden Kompromisses zwischen diesen und der Rücksichtnahme auf die Allgemeinheit betreiben können. Diese Mängel der Emissionspraxis erscheinen aber in ganz anderem Lichte, wenn man rückwärtsschauend sich der Vorgänge früherer Zeiten erinnert. Dabei braucht man nicht einmal auf die unsoliden Zustände der Spekulationsepoche in Eisenbahnpapieren in den 1840er und 1850er Jahren mit ihrem zu hoher Blüte gekommenen Promessenhandel[1], d. h. dem Handel mit Bezugscheinen von Aktien noch gar nicht gegründeter Gesellschaften, zurückzugehen, sondern die zahlreichen Schilderungen über den Gründungs- und Börsenschwindel zu Anfang der 1870er Jahre entrollen noch ein wüstes Bild von der Schaffung neuer Aktien, der unglaublichen Agiotage, die mit ihrer Einführung in den Börsenhandel betrieben wurde, und der schamlosen Ausbeutung des leichtsinnigen und unerfahrenen Publikums[2]. Selbst noch in den 1880er

Nachteil nachsagen, — der sich aber durch die dahinter stehenden Großbanken in Wirklichkeit abschwächen wird —, daß die öffentliche Kritik über die neu einzuführenden Werte stark behindert und das Publikum, geblendet durch die in Aussicht gestellte Kursprämie, ein kritikloser Abnehmer für alle möglichen Papiere wird.

[1] Vergl. R. Ehrenberg a. a. O., S. 70/71. S. Spangenthal, Geschichte der Berliner Börse, Berlin 1903, S. 53.

[2] M. Wirth, Geschichte der Handelskrisen, Frankfurt a. M. 1890, S. 450ff. C. Gareis, Die Börse und die Gründungen, Berlin 1874, S. 7ff. O. Glagau, Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland, Leipzig 1877. Germanicus, Die Bank- und Bankiersdiebstähle, Frankfurt a. M., S. 8ff. (Die beiden letzten Publikationen mit dem üblichen Vorbehalt, vergl. Kritik von G. Schmoller in Schmollers Jahrbuch 1882, S. 1094.)

Jahren, insbesondere zur Zeit der 1890 zu Ende gehenden Hochkonjunktur wurden, wiederum begünstigt durch die Spekulationsleidenschaft des Publikums, zahlreiche Emissionen von der großen Menge der damals noch eine Rolle spielenden mittleren Aktienbanken und Bankhäuser in Berlin und der Provinz durchgeführt, die sich ebenfalls nach unsinnigen Kurstreibereien schließlich als wertlos herausstellten. Dank ausgiebiger börsen- und aktiengesetzlicher Bestimmungen, einer anzuerkennenden Aufklärungstätigkeit der deutschen unabhängigen Handelspresse und nicht zuletzt des gesteigerten Verantwortlichkeitsgefühles der mit großer Macht ausgestatteten Großbanken, an die mittlerweile auch das Emissionsgeschäft zum größten Teil übergegangen ist, dank aller dieser zusammenwirkenden Umstände ist heute die Handhabung der Emissionsgeschäfte zweifellos eine bessere geworden. Nicht mehr wie früher geht das Interesse der Banken allein dahin, möglichst viel Papiere mit möglichst großen Zwischengewinnen herauszubringen und sie dem Publikum aufzuhalsen[1], sondern heute legt schon die Rücksichtnahme auf eine dauernde Kundschaft und die Befestigung ihres Emissionskredites[2] den Großbanken die Pflicht auf, in eine sorgfältige Prüfung der Projekte einzutreten und die Bemessung des Kurses und die Überwachung bezw Regulierung desselben dem wirklichen Wert der Papiere anzupassen — eine Aufgabe freilich, deren Lösung, wie wir sahen, nicht immer ganz gelungen ist und auch wohl niemals vollkommen gelingen wird.

b) Bedeutungsvoller ist die Stellung, die die Banken und Bankers in dem täglichen Handel mit Wertpapieren an der Börse einnehmen. Als Folge ihrer Tätigkeit als Aktienausgeber oder ihres Aktienbesitzes oder endlich der engen geschäftlichen und persönlichen Beziehungen zu bestimmten Gesellschaften sind die Banken und Bankers an der Kursentwicklung der meisten im Börsenverkehr befindlichen Papiere ständig interessiert. Wie schon im vorhergehenden gesagt, sind die Aktien durchaus nicht immer mit ihrer öffentlichen Begebung auch fest „klassiert“. Gewöhnlich befindet sich noch ein Teil in solchen Händen, die bei Gelegenheit mit Gewinn verkaufen wollen. Andererseits dauert es eine geraume Weile, bis sich der Markt der einzelnen Papiere so erweitert und gekräftigt hat, daß die Papiere allein „laufen“ können, d. h. bis ständiges Kauf- und Verkaufsinteresse von seiten des Kapitals und der Spekulation für sie besteht. Bis dahin gilt es für die Banken

[1] Auch R. Ehrenberg a. a. O. bestätigt dies auf S. 120.

[2] Vergl. dazu Fr. Thorwarth, Zum Börsengesetz, Berlin 1896, S. 17.

und Bankers, den Markt „ihrer" Papiere zu überwachen und gegebenenfalls mit Käufen und Verkäufen einzugreifen, um unter steter Regulierung der Kurse für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu sorgen. Daß dies nicht immer eine leichte Aufgabe ist, braucht kaum hervorgehoben zu werden. Auf der einen Seite sollen die Kurse nicht zu sehr schwanken, um die Aktionäre nicht zu beunruhigen, auf der anderen Seite ist die Hereinnahme von Aktien zu hohen Kursen unter Umständen mit einem nicht geringen Risiko verbunden.

Auf diese Weise hat fast jedes Papier an der Börse einen „Schutzpatron", in der Regel ein Bankhaus, dessen Vertreter sich täglich zur Kursfestsetzung bei den Maklern einfindet[1]. An der Maklerschranke hört der Vertreter die letzten Verhandlungen zwischen den beiden die Kursfestsetzung betreibenden Maklern mit an, um erforderlichenfalls, je nach der speziellen Lage und den eigenen Absichten den Kurs mit Käufen und Verkäufen zu beeinflussen. Auf den ersten Blick erscheint die kursregulierende Tätigkeit der Interessenten als durchaus notwendig und zweckmäßig. Bei der großen Zahl der an der Berliner Börse gehandelten, zum Teil nur wenig beachteten Papiere ist es ganz unmöglich, daß sich täglich Angebot und Nachfrage in gleichem Maße und dazu noch mit annähernd übereinstimmenden Limiten gegenübersteht. Dem Werte nicht entsprechenden, aus einseitigen Bestensaufträgen herrührenden Preisschwankungen von einem Tag zum anderen kann durch das Eingreifen des Bankers vorgebeugt werden, wenn auch nicht gerade immer diese Absicht seinem Handeln zugrunde zu liegen braucht, und er in vielen Fällen zunächst aus der Kursfestsetzung persönlichen Vorteil ziehen will. Jedenfalls ist aber hierdurch den Papieren eine stete Verkaufsmöglichkeit gesichert: der Banker nimmt das überschüssige Material auf, um es gelegentlich, naturgemäß zu höheren Kursen, wieder abzugeben.

Diese durchaus nützliche Tätigkeit kann aber auch zu einer willkürlichen Beeinflussung der Kursbildung und zu einer mißbräuchlichen Ausnutzung der Marktlage führen. Der Banker hat es dadurch, daß er die verlangten oder überschüssigen Summen nur zu einem bestimmten Preis abgibt oder nimmt, ganz in der

[1] Wie wenig diese Tatsachen, die natürlich jedermann an der Börse kennt, der weiteren Öffentlichkeit geläufig sind, beweist das Erstaunen, mit dem Ad. Wagner, Bankbrüche und Bankkontrollen 1901 (I. S. 80), die Regulierung der Kurse der Pfandbriefe durch die Pfandbriefbanken als Krebsschaden brandmarkt.

Hand, den Kurs so zu bestimmen, daß die übrigen Käufer und Verkäufer, die ihre festen Aufträge dem Makler vorher und ohne die Kenntnis der augenblicklichen Lage übermittelt haben, von dem betreffenden Banker abhängig sind. Ein Beispiel mag das erläutern. In den Büchern der Makler ergibt sich kurz vor der Kursfestsetzung folgendes Bild:

Verkauf:	Ankauf:
50000 bestens	10000 zu 100 %
	20000 „ 98 %
	10000 „ 96 %

Der Banker, der von diesem Stand erfährt, kann die fehlenden 10000 Mk. zu 96 % aufnehmen, dann wird der Kurs 96 %, und alle An- und Verkäufe werden zu diesem Kurse ausgeführt. Er kann aber auch die 10000 Mk. nur zu 90 % nehmen, alsdann muß der Kurs auf 90 % zurückgehen; die Käufer, selbst die, die noch 100 % anlegen wollten, erhalten die Aktien zu 90 %. Wäre aber der Verkaufsauftrag limitiert und in kleineren Posten an verschiedenen Tagen aufgegeben worden, dann wäre die Beeinflussung durch den Banker in der Weise, wie oben gezeigt, nicht möglich. Mit der Lebhaftigkeit des Geschäfts, der zunehmenden Zahl von Interessenten und der vorsichtigen Limitierung der An- und Verkäufe seitens des Publikums muß daher die Beeinflussung der Kurse durch den Banker abnehmen. Allerdings birgt die Limitierung des Preises den anderen Nachteil in sich, daß die Aufträge unausführbar bleiben können, wenn es dem Banker gelingt, die Kurse eine Kleinigkeit höher oder niedriger als das Limit zu machen[1].

Gegen diese Willkür der Bankers führt man an, daß die Kursregulierung in aller Öffentlichkeit stattfindet, wodurch es Interessenten und Spekulanten möglich ist, die Maßnahmen der die Preisfeststellung beeinflussenden Personen zu durchkreuzen, wenn sie es für erforderlich halten. Theoretisch ist das richtig. In Wirklichkeit aber, wo jede Handlung Gewinn und Verlust bedeutet, lassen sich die Spekulanten auch noch von anderen Motiven leiten als von wirtschaftlichen Erwägungen oder sachlichen Wertberechnungen. Nimmt beispielsweise der beteiligte Banker von einem stark angebotenen Papier nur wenig Material auf, oder kauft er nur zu einem wesentlich ermäßigten Kurs, so wagen die sonst nach jedem

[1] Diese sog. Ausweichkurse sind neuerdings wieder Gegenstand langer Erörterungen gewesen. Vergl. dazu: A. Wermert, Jahrb. f. Nat. u. Stat. 1907, S. 631, sowie die Aufsätze in den Zeitschriften: „Bankarchiv“ vom 1. Okt. 1906, „Plutus“ vom 13. Juli 1907, „Die Bank“, Jahrgang 1908, S. 251.

Vorteil ausspähenden Spekulanten doch nicht immer einzugreifen, selbst wenn sie persönlich die Preisbildung nicht für richtig halten. Sie gehen dabei von der naheliegenden Vermutung aus, daß der betreffende Banker infolge seiner nahen Beziehungen zu dem Unternehmen über dessen Verhältnisse genau informiert ist und deshalb sein Verhalten in irgend welchen Vorgängen begründet sein muß, die vielleicht nur ihm und noch nicht der Öffentlichkeit bekannt sind. Die Umherstehenden neigen daher mehr dazu, das zu tun, was der Banker tut, nicht aber diesem etwa entgegenzutreten. Dazu kommt noch, daß sie nie wissen können, ob der Banker für eigene oder fremde Rechnung kauft, welche Kapitalkraft hinter ihm steckt, welche besonderen Zwecke er mit seinem Handeln verfolgt u. a. m.

Denn andererseits benutzt der intervenierende Banker alle diese Umstände wieder, um seine wahren Absichten durch Scheingeschäfte zu verdecken. Würde z. B. ein Banker, dessen Beziehungen zu einem Papier bekannt sind, offenkundig für jedermann diese Aktien in großen Summen kaufen, dann würde ihm das auf diese Weise vielleicht gar nicht oder nur zu wesentlich erhöhten Kursen möglich sein. Denn erstens würde sich ein großer Schwarm von Mitläufern zeigen, die irgend etwas wittern und nur kaufen, weil der betreffende Banker kauft. Ferner würden aber alle diejenigen, die jenes Papier besitzen, mit ihrem Verkauf zurückhalten oder nur zu teueren Preisen zum Verkauf geneigt sein. In solchen Fällen wird man es also vermeiden, die Absicht, große Posten kaufen zu wollen, laut werden zu lassen. Um die Umgebung über den wahren Sachverhalt im Unklaren zu lassen, bemüht sich deshalb der Banker, die gesuchten Aktien möglichst geräuschlos und in kleinen Posten von Tag zu Tag aus dem Markt zu nehmen. Aber selbst dieses Verfahren bleibt nicht immer unbeachtet; beliebter ist deshalb das folgende. Will der Banker Aktien kaufen, ohne daß dies bekannt werden soll, so stellt er sich in den Markt und tritt öffentlich als Verkäufer auf. Die herumstehenden oder aufmerksam gemachten Spekulanten glauben das Vorgehen des Bankers damit begründen zu müssen, daß irgend etwas in den Verhältnissen der Gesellschaft schlecht geworden ist, was vielleicht nur dem Banker bekannt ist. Sie verkaufen ihrerseits nun auch, um sich entweder ihres Besitzes zu entledigen, oder sie geben die Ware in blanko ab, um sich später nach eingetretenem Kursrückgang wieder einzudecken. Inzwischen läßt aber der interessierte Banker durch vorgeschobene Personen oder an anderer Stelle (im freien Markte) die auf diese Weise an den Markt kommenden Aktien aufkaufen. Er kann auch dem Makler vorher in

unauffälliger Weise den Auftrag zum Kaufen gegeben haben, und zwar unter Erhöhung um die Summe, die er selbst nachher laut im Markte anbietet.

Naturgemäß gelingt dieses Manöver nicht immer, weil die Spekulanten Erfahrung genug besitzen, um alle Geschäfte mit kritischen Augen zu betrachten. Um so größer ist aber die Wirkung, wenn ein angesehenes Bankhaus oder eine Großbank selbst Käufe und Verkäufe in bestimmten Papieren vornimmt. Auch diese Wirkung wird wieder von großen Spekulanten[1] ausgenutzt. Sie geben den ersten Firmen Aufträge zum An- und Verkauf, die an der Börse einen Schwarm von Mitläufern erzeugen, während sie gleichzeitig durch andere Bankers die entgegengesetzten Geschäfte vornehmen lassen. Überhaupt werden die Maßnahmen solcher Bankers oder Banken, hinter denen man große Spekulanten oder einflußreiche Industrielle vermutet, genau verfolgt, damit man „nicht den Anschluß versäumt".

Die dargelegten Beziehungen der Interessenten zu ihren Papieren machen es verständlich, wenn von Kursen gesprochen wird, die künstlich hoch gehalten werden. Auch die Kursentwicklung mancher Papiere, die im offenbaren Widerspruch mit der allgemeinen Wirtschaftslage oder den speziellen Verhältnissen der betreffenden Gesellschaften steht, findet hierin ihre Erklärung. Unbegrenzt ist die Macht des größten Teiles der diese Überwachung der Papiere ausübenden Bankers jedoch nicht. Zur Durchführung solcher extremen Kursbeeinflussung ist unter Umständen ein sehr erhebliches Kapital oder eine kapitalkräftige Kundschaft erforderlich, die gerade die in Frage kommenden Aktien in großen Posten erwirbt. Auch die dauernde Beschaffung von Geld an der Börse ist zu diesem Zweck nicht leicht, da die Geldgeber aus den verpfändeten Wertpapieren bald den Zusammenhang ersehen und in der Hereinnahme eines und desselben Papieres vorsichtig bzw. zurückhaltend werden. Weniger Schwierigkeiten stehen daher den kapitalkräftigen Großbanken in dieser Beziehung im Weg; ihr Einfluß auf die Preisbildung ist ein weitgehender, der auch durch andere, im folgenden darzulegende Momente gefördert wird.

Die gewaltige Ausdehnung des Geschäftsbereiches der Großbanken, hervorgerufen durch die Übernahme zahlreicher Privat-

[1] Kurz vor dem im Jahre 1901 erfolgten Zusammenbruch der Akt.-Ges. für Treber-Trocknung fiel es an der Berliner Börse noch auf, daß fortgesetzt ein erstes Berliner Bankhaus als Käufer für Treberaktien auftrat. Später stellte sich heraus, daß der Direktor der Trebergesellschaft durch verschiedene Banken die Aktien hatte selbst aufkaufen lassen, jedenfalls um das Publikum über die wahre Marktlage im Unklaren zu halten.

bankers, Gründung von Filialen und Eröffnung von Depositenkassen, sowie durch Angliederung vieler Provinzbanken, setzt die einzelne Bank mehr und mehr in den Stand, die einlaufenden Aufträge zum An- und Verkaufe von Wertpapieren unter Umgehung der Börse bis zu einem gewissen Grade selbst gegeneinander aufzurechnen. Auf diese Weise, so betont man häufig, bildet eine jede Großbankgruppe eine kleine Börse für sich, die nur die überschüssigen Summen (Spitzen) oder die, mittelst deren sie auf die Festsetzung der Kurse einwirken will, an die Börse zur Erledigung bringt. Unterstützt werden diese Verrechnungen noch dadurch, daß die Banken in gewissen Papieren eigene Bestände halten, die ihnen gestatten, unter Umständen als Selbstkäufer oder -verkäufer aufzutreten. Auch hierüber hinaus ist für die Erledigung der Geschäfte nicht immer der amtliche Makler an der Börse erforderlich; denn einmal können die verschiedenen Großbanken unter sich verhandeln, und ferner steht ihnen der sog. freie Verkehr mit einer großen Zahl sog. Pfuschmakler zur Verfügung, der ihnen noch den weiteren Vorteil bietet, die Aufträge in kleine Teile zu zerlegen, um deren Wirkung auf den Kurs der Papiere abzuschwächen. Andererseits wird die Möglichkeit der Kompensation wiederum dadurch gefördert, daß die von den Banken ausgegebenen Papiere zu einem großen Teil innerhalb ihrer eigenen Kundschaft untergebracht werden und somit für bestimmte Papiere fortgesetzt ein Interesse von dieser Seite her besteht.

Für die Preisbildung an der Börse äußert sich die Geschäftspraxis der Banken in folgender Weise. Zunächst kann die Bank die größten Summen im An- und Verkauf kompensieren, ohne daß der Kurs an der Börse dadurch berührt zu werden braucht. Die Bücher der Kursmakler, auf Grund deren die Kurse zustande kommen, ergeben dann also kein genaues Bild von den Umsätzen in den einzelnen Papieren. Die Bank kann aber auch mit verhältnismäßig geringen Summen den Kurs an der Börse höher oder tiefer notieren lassen, wenn sie außerhalb der Börse kaufen oder verkaufen will. Angenommen, sie will aus ihren Beständen abgeben, so versucht sie durch Nachfrage an der Börse den Kurs zu heben, um zu diesem erhöhten Kurse Material abfließen zu lassen. Umgekehrt wird sie den Kurs an der Börse niedriger notieren lassen, wenn sie Material aufnehmen will. Hieraus wird abgeleitet[1], daß durch

[1] Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden? Von einem Praktiker. Schmollers Jahrbuch 1907, S. 4. Ebenso Georg Wermert a. a. O., S. 643; L. Eschwege, „Die Bank“ Jahrg. 1908, S. 250.

diese Entwicklung des Wertpapiergeschäfts Angebot und Nachfrage umgekehrt auf die Preisbildung einwirken. Die eigentlichen Verkäufe der Banken würden an der Börse in der Nachfrage nach Ware und die eigentlichen Käufe in dem Angebot von Ware sichtbar. Das ist jedoch nicht ganz richtig. Denn bei einer Nachfrage an der Börse von seiten der Banken verkaufen doch die Banken außerhalb der Börse nicht in dem Sinne, daß sie die Ware anbieten. Ihr Verkauf besteht lediglich darin, daß sie die Ware auf Grund einer Nachfrage von seiten ihrer Kundschaft, für die sie der Kommissionär sind und bleiben, abgeben. Somit ist die Nachfrage der Banken an der Börse — ihrem Charakter als Kommissionär entsprechend — nichts anderes als die — unter Umständen allerdings verkleinerte oder vergrößerte — Nachfrage von seiten ihrer Kundschaft. Mit demselben Recht könnte man dann schließlich auch von jedem Kommissionsgeschäft sagen, daß die Banken, wenn sie einen Kaufauftrag des Kunden ohne Veränderung an die Börse geben, hier an der Börse kaufen, um an den Kunden zu verkaufen. Von einem „Auf-den-Kopf-stellen" von Angebot und Nachfrage durch die Regulierung der Aufträge unter Zuhilfenahme der eigenen Bestände kann daher keine Rede sein.

Nur darin, daß nicht die gesamten Umsätze an der Börse zusammenlaufen, und daß die Banken in der Art, wie sie kompensieren, freie Hand haben, liegt die große Veränderung für die Preisbildung und zugleich die wachsende Bedeutung der Großbanken für dieselbe. Früher gelangten die Aufträge zum An- und Verkauf von seiten des Publikums durch die zahlreichen Einzelbankers an die Börse. Um die Kursfeststellung entbrannte ein hartnäckiger Kampf, der noch dadurch gefördert wurde, daß auf Grund der vom Publikum eingegangenen und an der Börse bekanntwerdenden Aufträge die berufsmäßige Spekulation eingriff, um durch gleichlautende oder Gegengeschäfte aus der jeweiligen Marktlage Gewinn zu schlagen[1]. Das ist heute zum Teil unmöglich, zum mindesten eine gefährliche

[1] Neander Müller, Ein Zerrbild der Börse, Bankarchiv Jahrg. 1903/4, S. 23, sagt gelegentlich der Richtigstellung falscher Vorstellungen über die Börse u. a. auch: „Ob bei dem Einlaufen zweier entgegengesetzter Aufträge an der Börse zur kommissionsweisen Ausführung zwei Banken mitwirken, die unter sich, direkt oder durch Vermittlung eines Maklers, Kauf und Verkauf kompensieren, oder ob beide Aufträge an einen und denselben Banker gelangen und dieser in sich kompensiert, ist für die Preisbildung völlig irrelevant." Dieser Bemerkung ist nach dem obigen nur der Wert einer theoretischen Schlußfolgerung beizulegen. Auch Mayer a. a. O., S. 40, weist auf diese für die Praxis nicht zutreffende Behauptung hin.

Sache geworden. Denn der Betrag, den die Großbanken zur Regulierung der Kurse an die Börse bringen, läßt auf die wirkliche Lage des Geschäftes keine sicheren Schlüsse zu. Zweifellos ist das für die Börsenspekulanten ein Nachteil, weil ihnen der Einblick in die Engagementsverhältnisse entzogen ist und sie bei ihren Spekulationen mit einer unbekannten Größe, nämlich dem unübersehbaren Eingreifen der Großbanken rechnen müssen.

Wie unschwer zu erkennen sein wird, enthält die im Vorstehenden dargelegte Beteiligung der Großbanken an der Preisbildung unstreitig eine Art Spekulation; denn wenn auch ihre Tätigkeit in weitgehendem Maße von den Rücksichten auf die beteiligte Gesellschaft oder auf ihr eigenes Emissionspapier und die jeweilige Kursgestaltung beherrscht wird, so ist doch die Möglichkeit von Gewinn und Verlust niemals ganz ausgeschlossen. Aber diese Spekulation ist himmelweit verschieden von einer solchen, wie sie oben (S. 8) für die zahlreichen Privatbankers der früheren Zeit, an deren Stelle die Großbanken in der Kreditorganisation getreten sind, nachgewiesen worden ist: Ausnutzung aller sich darbietenden Gewinnmöglichkeiten durch ausgiebige Teilnahme am Termingeschäft ohne Rücksicht auf das gehandelte Papier oder die dahinter stehende Gesellschaft und unbekümmert um die aus ihrem Handeln resultierende Wirkung für den Markt (berufsmäßige Spekulation). Zwar haben auch diese Bankers im Verein mit den in der damaligen Zeit noch unbedeutenderen Aktienbanken die zahlreichen Kurse der Papiere „reguliert", aber gleichsam nur im Nebenamt, wobei leicht die Gefahr entstand, daß das im eigentlichen Hauptberufe, der Terminspekulation, geschärfte Gewinninteresse auch auf die Kursregulierung übersprang und die Agiotage in „ihren" Papieren des Kassamarktes eine Fortsetzung erfuhr. Im ganzen genommen ist daher die Ersetzung der Privatbankers durch die Großbanken nicht als ein Nachteil für die Preisbildung an der Börse anzusehen, wie es von anderer Seite gern behauptet wird. Ob im einzelnen, bei diesem oder jenem Papier, der Kurs jetzt oder früher „richtiger" war, ist dagegen eine Frage, die nur auf dem Wege exakter Einzeluntersuchung zu lösen ist[1].

Jedoch auch noch in anderer Beziehung hat sich ein bemerkenswerter Wandel in der Preisbildung durch die in den Vordergrund getretenen Großbanken vollzogen. Wenn früher in kritischen Augenblicken an der Börse eine Panik auszubrechen drohte, waren es die Berufsspekulanten, und unter ihnen vor allem die Privatbankers —

[1] Vergl. hierzu den zweiten Teil (B) dieser Arbeit.

hinter denen damals das Publikum als Kundschaft stand, — die durch Blankoabgaben diese Panik auslösten oder vielleicht sogar erst erzeugten und den Kursrückgang beschleunigten. Den hiernach folgenden Deckungskäufen lag die Erwartung zugrunde, daß das Publikum Angst bekommen und die Papiere kritiklos an den Markt werfen würde. Je mehr sich aber die Herrschaft der Großbanken durchsetzte, um so häufiger konnte man hingegen beobachten, daß die Banken in ähnlichen Fällen die Verabredung trafen, einer Entwertung der Papiere durch Aufnahme des Angebots entgegenzutreten. An Stelle der Blankoabgaben traten also sog. Interventionskäufe der Banken, mit gerade umgekehrter Wirkung auf die Haltung des Marktes: Wiederherstellung des Vertrauens, Zurückdämmung der Angstverkäufe und namentlich Verhinderung weiterer Baissespekulation. Naturgemäß erfolgten auch diese Interventionskäufe nicht immer zu dem ausgesprochenen idealen Zweck, das Publikum und die Kapitalisten vor Verlusten zu schützen. Hinter ihnen lauerte gleichfalls stets ein Stückchen Selbstinteresse, sei es, daß die Banken eine Entwertung „ihrer" Papiere oder der Papiere, von denen sie selbst oder ihre Kundschaft größere Posten besaßen, verhindern wollten, sei es, daß sie die Gründe, die zu den Kursrückgängen führten, als eine vorübergehende, nicht den Wert der Papiere berührende Erscheinung ansahen und deshalb kauften, um mit Gewinn später wieder zu verkaufen. Trotzdem unterliegt es keinem Zweifel, daß in kritischen Zeiten die Interventionskäufe der Großbanken den Blankoabgaben der früheren Privatbankers bei weitem vorzuziehen sind.

All den zahlreichen Unterschieden, die den Börsenverkehr von heute und früher kennzeichnen, wird die scharfe Kritik, die Georg Wermert[1] ganz allgemein an der Preisbildung in Verbindung mit der Frage des Selbsteintrittsrechtes übt, in keiner Weise gerecht. Neben der durchaus anfechtbaren Verallgemeinerung einiger übler, in Einzelfällen durchaus möglichen Praktiken, lassen seine Ausführungen an allen Stellen die Frage offen, ob sie sich nur auf früher oder auch auf den heutigen Verkehr beziehen, ob sie von kleinen Winkelbankers, Bankers-Spekulanten oder von ersten Bankhäusern und den Großbanken ausgeübt werden, von denen doch die letzteren eine wesentlich andere Stellung zur Spekulation einnehmen, wie die frühere Masse der Privatbankers. So ist „der Kommittent bei Ausübung des Selbsteintrittsrechtes in die Hand

[1] Georg Wernert, Über den Selbsteintritt im Kommissionsgeschäfte und seinen Einfluß auf die Kurszettelwahrheit der Börse, Annalen des deutschen Reichs, Jahrg. 1908, S. 1—37.

des Kommissionärs gegeben, der ihm die Papiere zu hohen Kursen verkauft und zu niedrigen Kursen wieder abnimmt. Die Steuer, die durch diese sinnreiche Einrichtung dem Volke zugunsten der Hochfinanz auferlegt ist, ist eine gewaltige. Sie vermag von Zeit zu Zeit durch Inszenierung einer kleinen oder großen Krise den Wohlstand der Menge abzuschöpfen und in die Kassen finanziell potenter Kräfte zu leiten" (S. 11). Weiter läßt er sich die Emissonsfirma mit der Direktion des Werkes verbünden, um durch Ausstreuen ungünstiger Nachrichten über das Unternehmen eine künstliche Baisse in den Papieren hervorzurufen. Wenn das Publikum Angstverkäufe vornimmt, werden die Nachrichten dementiert und die Kurse wieder gesteigert: „Die ganze Kursdifferenz ist eine Beute der Faiseure" (S. 24). Endlich erscheint auf dem Terminmarkt, wo solche kleineren Mittel nicht ziehen, „eine unbekannt mächtige Stelle", die durch Aufdenmarktwerfen von beträchtlichen Mengen eines Papieres oder durch umfangreiche Blankoverkäufe (S. 31/32) Kursschwankungen herbeigeführt, um den Einschuß der Kunden verfallen zu lassen. Wie gesagt, bleibt bei allem die Frage offen, in welchem Umfange kommen diese Dinge vor, und von wem werden sie ausgeführt. Da aber Wermert zur Abstellung diese Mängel weitgehendste Reformvorschläge, auf die am Schlusse dieses Buches einzugehen sein wird, macht, so ist anzunehmen, daß er den heutigen Börsenverkehr meint. Dann müssen seine Ausführungen mit dem Hinweis auf unsere Darstellung als viel zu allgemein gehalten und dadurch den wirklichen Tatsachen nicht entsprechend zurückgewiesen werden.

c) Endlich wirken die Großbanken und Bankers durch das Bereitstellen von Mitteln zur Wertpapierspekulation auf die Preisbildung ein[1]. Hierbei ist zu unterscheiden zwischen der Hingabe von Geld im Wege der Reportierung, also zu Zwecken der Prolongation, und der Gewährung von Kredit in laufender Rechnung gegen Unterlage von Wertpapieren. Diese Unterscheidung schließt sich an die beiden im Börsenverkehr üblichen Geschäftsformen, das Termin- und das Kassageschäft, an. Die Sonderheiten beider Geschäftsformen hinsichtlich der Stellung, die sie im Geld- und Kreditverkehr einnehmen, sind nicht immer richtig auseinander gehalten worden, weshalb mit ein paar Worten näher darauf eingegangen werden muß[2].

[1] In bezug auf die Geldgebereigenschaft ist in der Börsensprache die Bezeichnung: Hochfinanz üblich.

[2] Die nachfolgenden Erörterungen gehören eigentlich zum Kapitel II:

Beim Termingeschäft an der Berliner Börse wird die Erfüllung für beide Teile bis an das Ende[1] des laufenden oder des nächsten Monats hinausgeschoben, während beim Kassageschäft der Austausch der Ware und des Geldes Zug um Zug gedacht ist. Das Kriterium, worauf es also an der Börse ankommt, ist das Moment des Kredits. Der Terminhandel ist für beide Teile, Käufer wie Verkäufer, die höchste Form des Kredithandels[2]. Der Käufer braucht erst am Ende des Monats zu zahlen, und der Verkäufer an diesem Zeitpunkt erst zu liefern. Kassageschäft an der Börse bedeutet Barzahlung auf der einen und sofortige Wertpapierlieferung auf der anderen Seite[3]. Die außerordentlich vereinfachte Form des Termingeschäfts springt in die Augen: Die persönliche Kreditfähigkeit der Abschließenden vorausgesetzt, genügen ein paar kurze Worte der Abmachung, und das Geschäft ist erledigt. Die Kontrahenten können ungehindert die Marktlage weiter verfolgen, ohne an die sofortige, immerhin umständliche Besorgung von Geld oder Wertpapieren denken zu müssen, wie dies beim Kassageschäft der Fall ist.

Dieser für die Handhabung der Geschäfte und die Abwicklung des Verkehrs ohne Frage ungemein wichtige Unterschied besteht jedoch in dieser Schärfe nur für die an der Börse direkt verhandelnden Personen, insbesondere für den Banker, der kommissionsweise für das Publikum tätig ist. Er muß täglich im Kassageschäft die Mittel zur Begleichung der gekauften Papiere aufbringen, während das Termingeschäft die Regulierung bis zum Monatsende hinauszuschieben gestattet. Für die große Menge derjenigen, die nicht direkt an der Börse handeln, also in der Hauptsache für das spekulierende, zur Kundschaft eines Bankers oder einer Bank zählende Publikum ist dieser Unterschied durchaus nicht in der Weise fühlbar[4]. Er bedeutet mehr oder

Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung. Des besseren Verständnisses wegen mußten sie aber hier vorangestellt werden.

[1] Mit Rücksicht hierauf werden die Termingeschäfte an der Berliner Börse allgemein Ultimogeschäfte genannt.

[2] Ebenso Georg Bernhard a. a. O., S. 24, ferner Ernst Loeb, Die volkswirtschaftliche Schädigung Deutschlands durch das Börsengesetz, Berlin 1902, S. 25, v. Schulze-Gävernitz a. a. O., S. 515. Nur Georg Wermert, Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte, Leipzig1904, S. 261, will — durchaus mit Unrecht — das Moment des Kredits nicht gelten lassen.

[3] Hieran ändert natürlich nichts, wenn die Zahlung und Lieferung auf dem Wege der Überweisung und der Verrechnung vor sich geht.

[4] Hinsichtlich der Stücke bleibt der Unterschied zwischen Kassa- und

weniger nur eine Kostenfrage. Denn in der großen Mehrzahl der Fälle werden die Aktien von seiten des Publikums nicht gegen volle Barzahlung gekauft, sondern nur gegen Leistung eines bestimmten Einschusses, während der Banker für seine Kunden den Rest auslegt. Dieser räumt also seiner Kundschaft gegen Verpfändung der gekauften Wertpapiere einen Kredit ein. Das gilt sowohl für die gegen Kasse als auch für die auf Termin gekauften Papiere. Hier fällt also das im Börsenverkehr für die beiden Geschäftsformen so außerordentlich bedeutungsvolle Kriterium: Kredit oder Barzahlung weg. Deshalb ist auch die Erschwerung des Terminhandels oder seine gänzliche Unterdrückung für das in einem Kundschaftsverhältnis mit Banken stehende Publikum kaum fühlbar, wohingegen der Terminhandel für die meisten Börsenbesucher eine Lebensfrage ist. Es ist allerdings im Kreditverkehr üblich, den Einschuß im Kassageschäft etwas höher zu bemessen als für Termingeschäfte. Jedoch ist zu berücksichtigen, daß der Einschuß nicht immer in bar geleistet wird; sehr gebräuchlich ist die Hinterlegung von sonstigen Wertpapieren, auch Sparkassenbüchern u. dergl., also Unterlagen, die der Banker im Geschäftsbetriebe nicht weiter verwenden kann.

So ist für den Spekulanten, der mit einer Bank in Geschäftsverbindung steht, eigentlich nur die Zinsberechnung ausschlaggebend. Beim Kassageschäft wird ihm der Kaufpreis gleich vom Tage des Kaufes an belastet, und die Zinsberechnung erfolgt nach den Regeln des Kontokorrentverkehrs, d. h. für Schulden hat der Kunde mindestens 1 %, häufig auch 2 %, über dem Diskontsatz der Reichsbank, gewöhnlich aber nicht unter 5 %, zu zahlen. Beim Kauf per ultimo dagegen findet die Zinsberechnung erst zum Abwicklungstag, und dann auch nur zu den Prolongationssätzen der Börse (und etwas darüber) statt. In der Zwischenzeit, also vom Tage des Kaufes bis zum Abwicklungstage, kann aber bereits wieder ein Verkauf erfolgt sein, für den die Zinsberechnung ebenfalls bis zum Erfüllungstage läuft. In einem solchen Falle sind also keine Zinsen für den Ankaufspreis zu rechnen, selbst wenn zwischen An- und Verkauf fast ein ganzer Monat liegt. Diese Art der Zinsberechnung ermöglicht also auch die Ausnutzung geringer Kursunterschiede, die dagegen im Kassageschäft leicht von den sofort in Kraft tretenden höheren Kontokorrentzinsen aufgezehrt

Termingeschäft an und außerhalb der Börse mit geringen Abweichungen dagegen bestehen. Wie aber später gezeigt wird, beteiligt sich das Publikum an der Baissespekulation nur wenig.

werden. Die Zinszahlung beginnt für den Ultimospekulanten erst in dem Augenblick, da er bis zum Ende des Abschlußmonats die Papiere nicht weiter verkauft hat oder den Kaufpreis aus eigenen Mitteln nicht decken kann. Um seinen Verpflichtungen nachkommen zu können, prolongiert er sein Engagement, d. h. er sucht sich einen Geldgeber, der ihm — gegen Erstattung einer Leihgebühr, des Reports — Geld auf einen Monat leiht und dafür die Wertpapiere als Pfand erhält. — So viel über die Unterschiede zwischen dem Termin- und Kassageschäft an der Börse und im Verkehr der Banken mit der Kundschaft. Es geht daraus hervor, daß bei einer Darstellung der mit der Spekulation verbundenen Geld- und Kreditgeschäfte, für die die Großbanken in hervorragendem Maße tätig sind, auf diese Sonderheiten Rücksicht zu nehmen ist, wenn man über sie volle Klarheit schaffen will.

Was zunächst die Prolongation der Termingeschäfte anlangt, so wird das hierin liegende Reportgeschäft[1] ausschließlich von den Großbanken und -bankers betrieben, wozu sie sowohl eigenes wie fremdes Kapital verwenden. Von der Art und Weise, wie sie dieses Geschäft handhaben, ist es abhängig, ob sich die jeweilige Prolongation leicht oder schwierig vollziehen wird. Das bezieht sich sowohl auf den Umfang der der Spekulation zur Verfügung zu stellenden Mittel und der Höhe der Zinsen, als auch auf die Anforderungen, die sie an die Güte und an die Kreditwürdigkeit der Spekulanten stellen.

Ganz allgemein bietet billiges und reichliches Prolongationsgeld immer einen Anreiz, Hausseengagements einzugehen, weil es die Möglichkeit gewährt, die Engagements mit geringen Kosten auf den nächsten Monat zu schieben, falls der Verkauf nicht ratsam erscheint. Daraus folgt, daß die Banken einen gewissen Einfluß auf Anregung und Ausdehnung der Spekulation haben; aber man darf nicht außer acht lassen, daß eine solche Absicht nicht immer vorliegen muß, wenn das Reportgeld billig ist. Denn einmal pflegen die Banken das Reportgeschäft um seiner selbst willen zu betreiben, um einen Teil ihrer Mittel in liquiden Anlagen vorrätig zu halten, und ferner spricht bei Festsetzung der Darlehnszinssätze die Konkurrenz der Banken und häufig noch mehr die des Auslandes mit, die gleichfalls Gelder in dieser Weise anlegen wollen. Der Vorwurf, daß die Banken durch billiges Reportgeld

[1] Näheres hierüber bei W. Prion: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907, S. 86.

die Spekulation unterstützen und deren Ausschreitungen mit veranlassen, ist zwar häufig zu hören, aber in dieser Fassung zu allgemein gehalten, um darauf näher eingehen zu können.

Dagegen wirkt die Aussicht auf teueres Prolongationsgeld einschränkend auf die Spekulationstätigkeit, weil die teueren Zinsen einen Teil der Kursvorteile aufzehren. In Zeiten teueren Prolongationsgeldes, also bei großer Ausdehnung der Spekulation oder bei allgemeiner Anspannung des Kapitalmarktes erhöht sich aber nicht nur der Zinssatz, sondern es schwindet dann auch leicht das Vertrauen der Geldgeber zu den hohen Kursen und möglicherweise auch zu der Person des Spekulanten, des Geldnehmers. In solchen Fällen ist es möglich, daß die Hochfinanz ganz mit der Hergabe von Geld zurückhält, sei es, um sich selbst liquide zu halten, sei es, um eine ausartende Haussespekulation nicht weiter zu unterstützen. Dadurch wird die Lage der Spekulation äußerst kritisch; da sie in der Regel die Papiere nicht aus eigenen Mitteln bezahlen kann, sieht sie sich zu Maßnahmen veranlaßt, die für den gesamten Markt und die Kursgestaltung von nachhaltigster Wirkung sein müssen. Zunächst wird vielleicht die Verlängerung der Engagements noch einmal dadurch versucht, daß die Papiere per Kasse verkauft und im nämlichen Augenblick per ultimo zurückgekauft werden. Die Folge hiervon können aber große Kursschwankungen sein, je nachdem die Käufer — an wirklichen fehlt es in solchen Momenten naturgemäß —, die gleichzeitig die Verkäufer im Ultimogeschäft sind, in der Kursdifferenz eine mehr oder weniger große Prämie für ihr Einspringen erblicken, oder auch heftige Kursstürze, wenn die Käufe nicht mehr ausgeführt werden können. Alsdann bleibt es in der Hauptsache der Interventionstätigkeit der Banken vorbehalten, den Kursen einen Halt zu geben. Für die Banken eine außerordentlich schwierige Aufgabe. Einerseits bringt das Sinken der Kurse auch aus ihrer Kundschaft fortlaufend neue Verkaufsaufträge solcher Personen, die weiteren Verlusten vorbeugen wollen oder ihr Engagement aufgeben müssen, wodurch sich ständig das Angebot und der Druck auf die Kurse vergrößert. Intervenieren die Banken, dann gehen die Wertpapiere in ihren Besitz über, die sie vordem nicht mehr beleihen wollten. Ihr Risiko ist dadurch keineswegs vermindert, es sei denn, daß sie zu niedrigen Kursen das Material übernommen haben. Im kleinen wiederholen sich die Restriktionen der Geldgeber (in der Prolongation) häufiger, wenn sich die Spekulanten in dem einen oder anderen Papier zu weit vorgewagt haben. Größeres

Aufsehen hat seinerzeit eine Bekanntmachung[1] erregt, in der die Hochfinanz erklärte, daß „mit Rücksicht auf die unsolide Ausbreitung der Spekulation eine Beleihung der Industriepapiere zu Prolongationszwecken nicht weiter stattfinden würde".

Naturgemäß werden aber von den Schwierigkeiten, die sich bei der Prolongation einstellen können, in erster Linie die an der Börse verkehrenden Spekulanten getroffen, die im eigenen Namen Geschäfte machen und sich bei der Schiebung selbst nach einem Geldgeber umsehen müssen, und zwar sind es hiervon wieder die „schwachen Hände", die zuerst das Engagement zu lösen pflegen. Die in einem festen Kundschaftsverhältnis mit den Banken stehenden Spekulanten können dagegen in der Regel nicht so rigoros behandelt werden, daß ihnen einfach die Verlängerung der Engagements versagt wird. Ihre Kreditwürdigkeit steht durch das Kundschaftsverhältnis hinreichend fest. Sie werden daher zur Leistung von Nachschüssen aufgefordert, wenn ihnen nicht vorher mit dem Hinweis auf die durch die Schwierigkeit der Prolongation gekennzeichnete Börsenlage zur freiwilligen Aufgabe ihrer Spekulationen geraten worden ist. Bleiben jedoch die Nachschüsse aus, dann können die Banken durch zwangsweisen Verkauf die „Reinigung des Marktes" mit schrecklicher Wirkung auf das Kursgebäude selbst vornehmen.

Im Wesen des Termingeschäfts, des ausgebildetsten Kreditgeschäfts, liegt es, daß der Verkäufer, der ja erst am Ende des laufenden oder des nächsten Monats liefern muß, Stücke verkauft, die er in dem Augenblick des Verkaufs noch nicht besitzt. Er hofft, durch einen Kursrückgang später in der Lage zu sein, die vorverkauften Papiere billiger wieder anzuschaffen, wodurch er seine Verpflichtungen glattstellen kann. Hat der Rückkauf im Laufe des Monats nicht stattgefunden, so muß sich der Verkäufer, der Baissier, die Stücke auf einen Monat leihen. Zu diesem Zweck kann er sich mit den Haussiers, den Käufern, in Verbindung setzen, die gegen Verpfändung der gekauften Stücke Geld suchen. Hierdurch können die Engagements auf beiden Seiten bis zu einem gewissen Grade ausgeglichen werden. Nur wenn im allgemeinen oder in besonderen Papieren die Baisseverpflichtungen überwiegen, entsteht ein sog. Stückemangel, d. h. es bleiben Stücke, die zur Lieferung gebraucht werden, gesucht. Wird die Beschaffung derselben unmöglich, und zwar dadurch, daß die Stückebesitzer die Stücke nicht hergeben, so sehen sich die Baissiers zu Deckungskäufen veranlaßt, die die

[1] Vergl. „Deutscher Ökonomist", Jahrgang 1889, S. 584.

Kurse nach oben bringen. Wie im Reportgeschäft als Geldgeber spielen auch in der Verleihung von Stücken heute die Großbanken und -bankers als die hervorragendsten Stückebesitzer eine bedeutende Rolle.

Die Stellung der Großbanken und -bankers zur Ausleihung von Stücken zu Zwecken der Prolongation ist nach Zeit und Umständen verschieden. Sie richtet sich ganz nach der jeweiligen Börsenlage und dem Umfang, den die Spekulation angenommen hat, insbesondere aber auch nach dem Interesse, das die betreffende Bank an dem in Frage kommenden Wertpapier hat. Im allgemeinen wird zunächst eine jede Bank die Hausse- und Baisseengagements, also auch Geld- und Stückebedarf, innerhalb ihrer Kundschaft auszugleichen versuchen, wobei ihr jetzt das große Filial- und Depositenkassennetz, das die verschiedensten Elemente der Kundschaft und damit auch zahlreiche Gegengeschäfte in Wertpapieren umfaßt, außerordentlich zustatten kommt. Überschießende Beträge werden, soweit es möglich ist und es mit Rücksicht auf das Prolongationsgeschäft an der Börse ratsam erscheint, aus eigenen Beständen reguliert, zu denen auch die Bestände der Kundschaft zu rechnen sind, soweit letztere auf die Nummernaufgabe verzichtet hat[1]. Darüber hinaus verständigen sich die einzelnen Großbankgruppen und die großen Bankers am Börsenplatze untereinander, um das jeweilige Bedürfnis nach Stücken zu befriedigen. Hierbei kommt schon in Betracht, daß die Banken es vermeiden, solche Aktien oder sonstige Papiere auszuleihen, an deren Kursentwicklung sie ein entgegengesetztes Interesse haben. Denn durch die Überlassung der Stücke unterstützen sie ja die Baissespekulation, wohingegen sie durch Zurückhaltung der Stücke die Baissiers möglicherweise zu Deckungen zwingen, die zur Steigerung der Kurse führen können[2].

[1] Gesetz, betr. die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere vom 5. Juli 1896, § 2.

[2] Welche Konsequenzen sich aus dieser Platzarbitrage für die beteiligten Banken ergeben können, dafür bietet der Versuch der Hiberniaverstaatlichung im Jahre 1904 ein sehr interessantes Beispiel. Am 25. Juli schloß die Dresdner Bank mit der Berliner Handelsgesellschaft und einigen anderen Firmen am Berliner Platze ein Kostgeschäft ab, demzufolge etwa 5 Millionen Mark Hibernia-Aktien für den Monat August in den Besitz dieser Firmen übergingen. Als am 27. August die denkwürdige Generalversammlung der Hiberniagesellschaft stattfand, in der die Verstaatlichung beschlossen werden sollte, stellte es sich heraus, daß die Berliner Handelsgesellschaft zu den Gegnern der Verstaatlichung gehörte und daher mit den 5 Millionen Mk. Hibernia-Aktien der Dresdner Bank gegen den Antrag der letzteren stimmte. Vergl. auch „Frankfurter Zeitung“ vom 31. August 1904.

Daneben spielt die mit dem Stückeleihgeschäft zu verbindende Zinspolitik eine Rolle in den Entschließungen der Banken, Stücke aus ihrem Bestande auszuleihen. Ist z. B. infolge umfangreicher, im Laufe des Monats vorgenommener Leerverkäufe die Nachfrage nach Stücken in der Prolongation groß, so sehen sich die Baissiers — um die zur Lieferung benötigten Stücke zu bekommen — veranlaßt, den Stückebesitzern besondere Zugeständnisse in den Leihbedingungen zu machen. Sie tun dies dadurch, daß sie das ihnen aus dem Verkauf der Stücke zufließende Geld den Besitzern der betreffenden Papiere zu billigeren Zinssätzen anbieten, als sonst Geld im Darlehnsverkehr der Börse erhältlich ist. Die Banken, die im Besitze der verlangten Stücke sind und diese „unter Satz" „hineingeben", können dann das zu billigen Zinssätzen erhaltene Geld anderweitig zu höheren Sätzen wieder ausleihen. Auf diese Weise lassen sich unter Umständen erhebliche Zwischengewinne erzielen und gleichzeitig wird dadurch für den Ausgleich der Prolongationsbedürfnisse gesorgt[1].

Die Konzentration im Bankwesen hat, wie in vielen andern Börsensachen, so auch in den Vorbedingungen der Baissespekulation tiefgreifende Veränderungen hervorgerufen. Solange es eine große Zahl von Bankers gab, die eigene wie fremde Wertpapiere zu Spekulationszwecken im Depot hatten, war die Möglichkeit für den Baissier, Stücke leihweise zu erhalten, bei weitem größer als heute, wo die Wertpapiere bei einigen Großbanken lagern. Eine Anordnung der Leitung der einzelnen Bank oder sogar eine Verständigung unter den wenigen Banken, grundsätzlich die Ausleihung zu beschränken oder in bestimmten Fällen ganz einzustellen, macht die Baissespekulation schwierig, ja zum Teil unmöglich. Naturgemäß ist auch hier wieder der Spekulant an der Börse in der Regel schlechter gestellt als etwa die Kunden einer Bank, soweit diese sich überhaupt mit der Baissespekulation befreunden können.

Die durch das Report- und Deportgeschäft ausgeübte Beeinflussung der Preisbildung erreichte zunächst ihren Höhepunkt bis zum Inkrafttreten des Verbots des Terminhandels in Anteilen der Bergwerks- und Industrieunternehmungen, das durch das Börsengesetz von 1896 ausgesprochen wurde. Wenn auch in der Folgezeit die oben dargelegten Beziehungen der Großbanken zum Prolongationsgeschäft nie ganz abgebrochen waren, weil der Terminhandel auch in diesen Aktien niemals vollständig geruht hatte[2], so kommen sie

[1] Siehe Anmerkung [2] auf S. 67.

[2] Vergl. hierzu die ausführlicheren Bemerkungen unter Teil B: Kapitel II.

doch erst wieder voll zur Geltung seit dem 1. Juni 1908, an welchem Tage die Terminhandelsfreiheit wieder hergestellt wurde. Inzwischen gelangte aber das sog. Kassageschäft zu hoher Bedeutung, worauf im folgenden einzugehen sein wird.

Beim Kassageschäft ist wiederum zu unterscheiden, ob es sich um Abschlüsse an der Börse, also um Barzahlung oder um den kommissionsweisen Verkehr des Kunden mit der Bank, also vorzugsweise um Belastung im Kontokorrentverkehr handelt. Was zunächst den Börsenverkehr bis zum Jahre 1896 anlangt, so sahen sich die Spekulanten und auch die zahlreichen Bankers, wenn sie für sich oder ihre Kunden Wertpapiere per Kassa kauften, zur Beschaffung der zur Barzahlung erforderlichen Mittel gezwungen, die im Augenblick gekauften oder auch andere Wertpapiere im Lombardverkehr der Börse zu verpfänden. Auch hierbei kamen in erster Linie die als Geldgeber bekannten Großbanken und Bankers in Betracht, die den Spekulanten Lombarddarlehen in Gestalt des täglichen oder des Ultimogeldes zur Verfügung stellten. So waren auch im Kassageschäft die kleineren Bankers wieder in weitgehendem Maße von den Geldgebern abhängig und damit auch von diesen häufig die Gestaltung des ganzen Marktes. Waren beispielsweise die kleinen Bankers von ihrer Kundschaft stark mit Kassakäufen in Anspruch genommen worden, zu deren Ausführung sie umfangreiche Vorschüsse an der Börse aufgenommen hatten, so mußte regelmäßig eine Zurückziehung dieser Gelder von seiten der Großbanken die Geldnehmer in arge Bedrängnis bringen. War eine Beschaffung von Geld anderweitig nicht möglich, dann blieb den Bankers nichts anderes übrig, als ihrer Kundschaft gegenüber Restriktionen vorzunehmen, sei es, daß diese zu Nachschüssen aufgefordert oder zum Verkauf der Wertpapiere gedrängt wurde. So sah sich das Publikum vielfach zur Abstoßung von sonst einwandfreien Wertpapieren gezwungen, auf denen vielleicht im Augenblick große Verluste ruhten, die den Verkäufern hätten erspart werden können, wenn sie oder ihre Kommissionäre über genügend eigene Mittel verfügt hätten.

Das Gefährliche dieser Verquickung von Spekulationen, Weiterverpfändung von Wertpapieren und Abhängigkeit sowohl der Bankers wie des spekulierenden Publikums von den Geldgebern auch für den gesamten Markt liegt auf der Hand: wenn sich in Zeiten der Hochkonjunktur Kredit auf Kredit gehäuft hatte, genügte irgend ein Ereignis, das die Geldgeber zur Zurückhaltung der Darlehen veranlaßte, um den Markt in Unordnung zu bringen und die Kurse

sprungweise sinken zu lassen. Diese Zustände haben denn auch mit zum Erlaß des Depotgesetzes vom 5. Juli 1896 geführt, das die Weiterverpfändung von hinterlegten Wertpapieren untersagt, falls nicht der Deponent seine ausdrückliche Einwilligung dazu gibt.

Bekanntlich waren aber auch diese Nachteile, die das Kassageschäft im Gefolge hatte, eine der wesentlichen Ursachen mit, daß sowohl die Spekulanten wie auch die immerhin mit beschränkten Mitteln arbeitenden Bankers das bequemere Termingeschäft bevorzugten. Infolgedessen trat während jener Zeit die Bedeutung des Kassageschäfts im Verhältnis zum gesamten Börsenverkehr sehr zurück, mit Ausnahme allerdings der Hausseperioden, in denen sich alles wie toll auf die nur per Kassa gehandelten Papiere stürzte und dadurch die oben hervorgehobenen Übelstände erst recht in die Erscheinung traten. Mit dem im Jahre 1897 erfolgten Verbot des Terminhandels in Anteilen der Bergwerk- und Fabrikunternehmen hat sich dies insofern geändert, als seit dieser Zeit das Kassageschäft in Industriepapieren durchaus in den Vordergrund gerückt ist und damit auch dem gesamten Börsenverkehr zweifellos sein Gepräge verliehen hat. Aber trotz dieser Vorherrschaft des Kassageschäfts ist doch heute seine Bedeutung für die Marktverhältnisse und die Preisbildung eine andere als früher. Wenn jetzt die Börsenbesucher zur Durchführung ihrer Kassageschäfte Darlehen — und zwar in großem Umfange — von den Großbanken aufnehmen, so handelt es sich in der Hauptsache um eigene Spekulationen und nicht mehr in dem Maße wie früher um den kommissionsweisen Ankauf von Wertpapieren für das große Publikum. Dieses gehört heute größtenteils zur Kundschaft der großen Aktienbanken, die der wachsenden Bedeutung des Kassageschäfts dadurch Rechnung tragen konnten, daß sie nach und nach ihr Betriebskapital erhöhten und unabhängiger von anderen Geldmächten wurden[1].

Wie eingangs (S. 62) ausgeführt, braucht das Kassageschäft für den im Kundschaftsverhältnis mit einer Bank stehenden Spekulanten nicht wie das des Börsenverkehrs den

[1] Auch diese Unterschiede läßt Wermert (a. a. O., S. 28) unberücksichtigt, wenn er von der Wirkung des Nummernverzichtes sagt: „Das Bankdepotgesetz erlaubt den Ausweg des unregelmäßigen Verwahrungsvertrages, es erleichtert sonach die Spekulation und liefert die große Masse noch immer in die Hände der kundigen Thebaner. Es bedarf bloß eines etwas vermehrten Schreibwerks, damit die Spekulation sich in früheren Bahnen vollziehen und das sog. Depotfixen im alten Umfange aufrecht erhalten werden kann.“ Vergl. hierzu auch die Kritik oben auf S. 61.

Charakter der sofortigen Barzahlung zu tragen, da der Banker oder die Bank für den Kunden in Vorschuß treten kann. Mit dem daraus entspringenden Vorteil tauscht jedoch der Kunde den Nachteil ein, daß er jederzeit durch die Kündigung des Kredits von seiten des Bankers überrascht werden kann. Dieser Nachteil ist naturgemäß auch mit dem Übergang des Kreditgeschäfts an die Großbanken bestehen geblieben, jedoch mit wesentlich anderer Bedeutung für die Praxis.

Wenn zur Zeit der Privatbankers Kreditbeschränkungen oder -kündigungen vorkamen, so geschah dies meist deshalb, weil einmal die Kapitalkraft des einzelnen Bankers erschöpft war oder sein Kredit an der Börse gelitten hatte, oder ferner weil eine allgemeine Zurückhaltung der Geldgeber die sämtlichen, mit dem Gelde der Banken arbeitenden Privatbankers einfach zur Einschränkung ihrer Kreditgeschäfte zwang. Diese Beweggründe treten bei den Großbanken ganz zurück; insofern hat sich auch das Risiko des Publikums, möglicherweise unter allen Umständen verkaufen zu müssen, weil seinem Kommissionär das Geld oder der Kredit ausgegangen war, ganz erheblich verringert. Dagegen ist die früher gebräuchliche Aufforderung zur Leistung von Nachschüssen, wenn ein Kursrückgang die Deckung verringert hat, auch heute noch in Übung, freilich mit dem nicht unerheblichen Unterschied, daß die aus der Aufforderung zu Nachschußleistungen resultierenden sog. freiwilligen Zwangsverkäufe früher auf einen kleinen Kreis von Spekulanten beschränkt bleiben konnten, wenn nur der eine oder andere Banker diese Maßregel für notwendig erachtete. Bei der ausgedehnten Kundschaft der heutigen Großbanken ist hingegen die Wirkung eine große, auch für die gesamte Kursgestaltung, wenn sie daran gehen, die Konten der Spekulanten zu revidieren und die schwach gedeckten zu Zahlungen zu ermahnen. Und wenn es früher unliebsam auffiel, daß die Bankers gleich mit den an die Kundschaft abgesandten Kündigungsbriefen Blankoverkäufe vornahmen, um die zu erwartenden Angst- und Zwangsverkäufe zu billigen Kursen aufnehmen zu können, so kann man dem hinzufügen, daß sich dies auch heute noch bis zu einem gewissen Grade beobachten läßt. Allerdings sind es nicht die Banken, die auf diese Weise jobbern, sondern hauptsächlich deren Angestellte.

Größere allgemeine Bedeutung kann jedoch die durch die Banken mögliche Beeinflussung des zu ihrer Kundschaft zählenden großen Publikums erlangen, wenn letzteres bei irgend welchen Vorfällen kopflos zu werden droht. Regelmäßig läßt sich dies in Zeiten

der Hochkonjunktur feststellen, in denen das Publikum im Kaufen keine Grenzen mehr zu finden weiß und die Kurse über Gebühr hoch getrieben werden. Die für die zahlreichen Schalter der einzelnen Banken ausgegebene Parole, das kauflustige Publikum zur Zurückhaltung zu ermahnen oder von ihm für fernere Aufträge höhere Einschüsse zu fordern, wird zweifellos von größerem Einfluß auf die Entschließungen der Spekulanten sein, als noch so viele Warnungen der Tagespresse.

Ebenso wenn sich Anzeichen eines allgemeinen Konjunkturumschwunges bemerkbar machen, können die Großbanken durch Beruhigung der ängstlich werdenden Spekulanten überstürzte Verkäufe vermeiden und dadurch eine langsame Abtragung der Kurse herbeiführen, während früher nicht nur die Massenverkäufe des Publikums, sondern auch die sich anschließenden Blankoabgaben der Spekulation und der Bankers das Kursfeld in kürzester Zeit verwüsteten. Freilich ist eine Beeinflussung des Publikums in diesem Sinne immerhin eine heikle Sache, wenn der Konjunkturrückschlag tatsächlich erkannt ist und den Aktien eine wirkliche Wertverminderung in kürzerer oder längerer Zeit bevorsteht; es sei denn, daß die Bank es sich angelegen sein läßt, die betreffenden Kurse selbst in wirksamer Weise zu stützen. Anders dagegen, wenn plötzliche außerwirtschaftliche Ereignisse, die nur unmittelbar oder gar nicht die Verhältnisse der Industriegesellschaften berühren, Paniken auszulösen im Begriff sind; dann haben die Banken in der Aufhaltung der Angstverkäufe das beste Mittel in der Hand, unberechtigten Kursstürzen und unerwünschten Kursschwankungen vorzubeugen. Hierzu kommt noch, daß bei einer solchen Sachlage auch die Baissespekulation nicht mehr so kräftig einzusetzen wagt, da sie nicht mehr mit den an den Markt kommenden Verkäufen des Publikums sicher rechnen kann.

Es mag zugegeben sein, daß diese „Möglichkeiten" in Wirklichkeit nicht immer in dem Maße funktionieren, wie es vom Standpunkt der Allgemeinheit vielleicht wünschenswert wäre. Zweifellos ist aber, daß, wenn die früheren Verhältnisse — ein spekulierendes Publikum als Kundschaft der selbst spekulierenden Bankers — heute noch beständen, die Unregelmäßigkeiten in der Preisbildung jedenfalls bei weitem größer wären. Der Auffassung, daß der Übergang des Wertpapiergeschäfts an die Großbanken allgemein als ein volkswirtschaftlicher Nachteil anzusehen ist, ist nach dem Vorauf-gegangenen durchaus nicht beizustimmen.

Endlich kann man sich sogar von der Konzentration im

Bankgewerbe den Vorteil versprechen, daß es gelingen wird, einheitliche, mehr das Allgemeininteresse berücksichtigende Bedingungen für alle Banken festzulegen, nach denen sie ihre Mittel in den Dienst der Wertpapierspekulation stellen. Das betrifft vor allem die Frage des Einschusses.

Nicht genug kann betont werden, daß in der ausgedehnten Spekulation mit fremden, in keinem Verhältnis zu den eigenen stehenden Mitteln, zu der die berufsmäßigen Kreditorgane, Banken wie Bankers, hilfreiche Hand bieten, die eigentliche Wurzel alles Übels liegt, das von der Börse ausgeht und von jeher von ihr ausgegangen ist. Solange der Spekulant die gekauften Aktien mit eigenem Gelde bar bezahlt, ist er nicht nur im allgemeinen vorsichtiger in seinen Geschäften, sondern auch vor allem in seinen Entschlüssen frei und selbständig. Er kann die Zeiten des Rückganges der Kurse und der Dividenden besser aushalten. Nimmt er aber in großem Maße den Kredit der Bank in Anspruch, so kann er, wie oben gezeigt worden ist, sehr leicht in die Lage kommen, die Wertpapiere unter allen Umständen verkaufen zu müssen, und zwar aus Gründen, die ganz außerhalb seines speziellen Spekulationsobjektes liegen. Sowohl die durch hohe Zinssätze angeschwollenen Schuldzinsen für den in Anspruch genommenen Kredit als auch eine Entziehung oder Kündigung des Kredits können ihn zu einem Verkauf seiner Aktien drängen, der ihm große Verluste bereitet.

Denn in dem System des Einschusses liegt es, daß die Banken, wenn Kursrückgänge die Papiere entwertet haben, ihre Kunden zu Nachzahlungen auffordern und für den Fall des Ausbleibens dieser mit dem Verkauf der hinterlegten Wertpapiere drohen. Vom Standpunkt der Bank, die sich gegen Verluste aus ihrem Kreditgeschäft schützen will, ist hiergegen nichts zu sagen[1]. Da aber in Zeiten allgemeiner Kursrückgänge derartige Zwangsverkäufe die rückläufige Bewegung nur noch verschärfen, so liegt darin eine Beunruhigung des ganzen Marktes, abgesehen davon, daß die so in die Enge getriebenen Kunden vielleicht zu den ungünstigsten Kursen

[1] Wermert a. a. O., S. 29, stellt freilich auch diese Sache so dar, als ob die Kommissionäre die Spekulationskundschaft des Publikums lediglich in der Absicht suchen, um den Einschuß als „gute Beute" einzuheimsen. Zu diesem Zwecke „lassen sie durch Scheingeschäfte, Strohmänner u. a. m. Kursschwankungen herbeiführen", durch die das Publikum zum Verkauf gedrängt wird; „der Kommissionär hält aber seine Ernte, da er die Papiere zu niedrigen Kursen aufnimmt". Zu diesen Verallgemeinerungen vergl. Kritik oben auf S. 61.

um jeden Preis verkaufen müssen. Und jeder weitere Kursrückgang macht wieder eine Reihe anderer Spekulanten zum „Abschlachten" reif, da sich die Deckung durch die Entwertung der Papiere fortlaufend vermindert. Es ist deshalb durchaus zu verstehen, wenn über ein solches System die heftigsten Klagen geführt werden: auf der einen Seite Ermöglichung der Spekulation mit geringen Einschüssen, auf der andern Seite gewaltsames Drängen zum Verkauf . . .

Was nun die Stellung der Großbanken zu dieser Kreditspekulation anlangt, so ist dazu folgendes zu bemerken. Zweifellos haben die Aktienbanken, infolge der verhältnismäßig geringen Schwierigkeit, das eigene wie fremde Kapital zu erhöhen, in starkem Maße dazu beigetragen, den Umfang und die Ausdehnung der Kreditspekulation wie nie zuvor zu steigern. Ein recht beträchtlicher Teil der von den neun Berliner Großbanken am Schlusse des Jahres 1908 in ihren Bilanzen ausgewiesenen Debitorenbestände in Höhe von 2496 Mill. Mk.[1] ist sicherlich auf Rechnung der auf Spekulationspapiere erteilten Vorschüsse zu setzen. Hieraus ist aber an sich noch nicht die Berechtigung zu dem Vorwurf abzuleiten, daß die darin zum Ausdruck kommende Unterstützung der Spekulation eine über das volkswirtschaftlich zulässige Maß hinausgehende ist; denn auf der anderen Seite hat sich der Umfang der der Spekulation dienenden Wertpapiere und der Kreis der als Spekulanten in Betracht kommenden Personen in gleicher Weise stark vergrößert. Die Frage kann nur die sein, ob der in jedem einzelnen Falle gewährte Spekulationskredit in einem richtigen Verhältnis zu der ganzen Persönlichkeit des Kreditnehmers steht. Die vielleicht mit Mühe und Not zusammengebrachte Mindesteinzahlung tut es nicht allein; gerade auf diesen Konten werden die eingeforderten Zuzahlungen am ehesten ausbleiben und deshalb Zwangsverkäufe stattfinden. Wie bei einer jeden Kreditgewährung sollten vielmehr auch bei der Einräumung des Spekulationskredits die persönlichen Verhältnisse des Kunden, sein Beruf, seine Vermögenslage mitbestimmend sein, und danach die Höhe des Einschusses bemessen werden.

Obwohl die Großbanken die Bemessung des Einschusses in der Regel höher vornehmen, als es seinerzeit bei der Vorherrschaft der Privatbankers der Fall war und es auch heute noch bei den zahlreichen Animier- und Anreißerbankers der Fall ist[2], so sollte

[1] Zur Statistik der deutschen Aktienbanken, Anlageband zur Bankenquete 1908/09, S. 158 (Materialen zur Frage des Depositenwesens).

[2] Wie weit die Klagen berechtigt sind, daß auch einzelne Depositenkassen der Großbanken den Umfang der durch sie vermittelten Wertpapiergeschäfte

es trotzdem ein dringendes Gebot der mit großer Macht ausgestatteten Großbanken sein, die Ansprüche in dieser Beziehung noch höher zu schrauben. Solange man mit 15000 bis 20000 Mk. Anzahlung Wertpapiere im Betrage von 100000 bis 200000 Mk. kaufen kann, vielleicht dem Vielfachen seines wirklichen Vermögens, solange wird für die Börse stets die Gefahr ungerechtfertigter Paniken, in deren Verlauf das Publikum großen Schaden erleidet, bestehen bleiben. Eine allgemeine Vereinbarung der Großbanken, etwa auf der Grundlage der sog. Berliner Stempelvereinigung, bei Ankäufen mindestens 40 bis 50% des Kurswertes und nicht wie bisher 10 bis 20% des Nennwertes der Papiere als Einzahlung zu fordern, würde eine sehr bedeutende Gesundung des Wertpapiergeschäfts bedeuten und erheblich besser wirken als alle gesetzlichen Maßnahmen, die diesem Ziel nur indirekt beikommen wollen[1]. Wiederum eine dankenswerte Aufgabe für den Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, wenn er eine solche Vereinbarung der nur die Berliner Großbanken und Bankers umfassenden Stempelvereinigung für die Gesamtheit der Banken und Bankers im deutschen Reiche zustande bringen würde.

---

durch allzu leichte Einräumung von Spekulationskredit zu vergrößern bestrebt sind, ist im Einzelnen nicht nachzuprüfen.

[1] Nach der Börsengesetznovelle vom 8. Mai 1908 werden in Höhe der gestellten Sicherheiten auch für nichtterminhandelsfähige Personen Verbindlichkeiten aus Termingeschäften begründet. Hierzu heißt es in der Begründung zu dem Gesetzentwurf: „Die Unmöglichkeit, eine Verpflichtung zu nachträglicher Ergänzung der Sicherheit zu begründen, wird von selbst dahin führen, daß ausgiebige Sicherheiten beansprucht werden, eine übermäßige Kreditgewährung also nicht zu befürchten ist. Da mit der Erregung des Marktes die Sicherheiten wachsen müssen, so wird sich gerade in Zeiten der lebhaftesten Spekulation die Grenze derer, die zur Beteiligung am Terminhandel zugelassen werden, immer enger ziehen, die Gefahr, welche der Entwicklung des Marktes durch die Beteiligung Unberufener erwachsen kann, sich also selbsttätig abschwächen."

Diesen Ausführungen stellt L. Eschwege (Das vergessene Kassageschäft in „Die Bank", Januar 1908, S. 14) mit Recht die Frage gegenüber, warum man diese durchaus zutreffenden Grundsätze nicht auch auf das Kassageschäft auf Kredit übertrage, an dem sich doch das große Publikum, also gerade das schutzbedürftige Element, in erster Linie beteiligt.

Lebenslauf.

Ich bin geboren am 30. November 1879 in Haspe in Westfalen und besuchte vom Jahre 1886 an die Bürgerschulen zu Bommern und Barop (Westf.) und die nachmalige Oberrealschule zu Hagen in Westfalen. Zum Zwecke meiner kaufmännischen Ausbildung trat ich 1895 in ein Bankgeschäft ein, das ich 1899 verließ, um an der Handelshochschule und der Universität zu Leipzig Handels- und Staatswissenschaften zu studieren. Ich zählte hier vorzugsweise die Professoren Bücher, Stieda und Ratzel (†) zu meinen Lehrern. Nachdem ich im Jahre 1902 die Diplomprüfung für Kaufleute an der Handelshochschule zu Leipzig abgelegt hatte, nahm ich im Jahre 1904 die staatswissenschaftlichen Studien an der Universität in Berlin wieder auf und war hier während vier Semester Mitglied der staatswissenschaftlichen Seminare der Professoren Wagner und Schmoller, denen ich in erster Linie die Förderung meiner Studien zu verdanken habe. Ich hörte ferner unter anderen die Vorlesungen der Professoren Sehring, Dessoir und Hübler.

Am 1. März 1903 wurde ich in den Dienst der Reichsbank übernommen, in dem ich zurzeit noch tätig bin.

Pierersche Hofbuchdruckerei Stephan Geibel & Co. in Altenburg S.-A.